

رقابة الأسواق المالية



رقابة الأسواق المالية

تأليف الدكتور

عمر عبد الرزاق اليعقوب النسور

عمـا ن – 2020

المملكة الأردنية الهاشمية

رقم الإيداع لدى دائرة المكتبة الوطنية : (2020/11/4925)

332,06
النسور ، عمر عبدالرزاق
رقابة الأسواق المالية .- عمر عبدالرزاق النسور -عمان: دار آمنة للنشر والتوزيع، 2020
(   ) ص



ر.إ. (2020/11/4925)
الواصفات: / الأسواق المالية// التعاملات المالية// الرقابة/
يتحمل المؤلف كامل المسؤولية القانونية عن محتوى مصنفه ولا يعبّر هذا المصنف عن رأي دائرة المكتبة الوطنية أو أي جهة حكومية أخرى





دار آمنـــة للنشـــر والتوزيــــع
الأردن- عمـــان- شارع الجامعة الأردنيـــة - مقابـل
كليـــة الزراعة (لجامعة الأردنيـــة) مجمــع سمـارة
التجـــاري (233) الطابــق الأرضـــي
تلفـــون: +962 0799670131
amnahjamil@gmail.com amnah2m@yahoo.com
find us:
tumbler google+ linkedin facebook twitter

تصميم الغلاف وأخراج الكتاب نسرين جميل

قائمة المحتويات

الإهداء 13

تقديم الكتاب 17

المقدمة 19

تمهيد 21

الفصل الأول 25

مفهوم الأسواق المالية 25

أسواق النشاط الإقتصادي: 25

النوع الأول : أسواق الأصول الحقيقية (السلع والأصول المادية): 25

النوع الثاني : أسواق الأصول المالية : 26

الأسواق المالية تعريفها ونشأتها وأنواعها وأدواتها وأهميتها ووظائفها 26

تعريف الأسواق المالية: 26

أولا: تعريف السوق : 26

السوق في المفهوم الإقتصادي : 26

ثانيا: تعريف المال : 29

ماهية السوق المالية: 29

نشأة الأسواق المالية والبورصة 32

اولا: نشأة الأسواق المالية: 32

ثانيا: نشأة البورصة : 33

أنواع الأسواق المالية : 37

أولا: سوق النقد(Money Market) : 37

مزايا سوق النقد : 40

أدوات الاستثمار في السوق النقدي: 41

ثانيا: سوق رأس المال(Capital Market) : 43

أولا: الأسواق المستقبلية(Futures Market): 45

ثانيا : أسواق حاضرة (فورية) (Spot Market): 46
القسم الأول :الأسواق المنظمة (The Organized Markets) : 49
القسم الثاني : الأسواق غير المنظمة (Un Organized Markets): 50
أدوات الاستثمار المتداولة في سوق رأس المال: 52
أولا: الأسهم : 52
ثانيا :السندات : 64
ثالثا: الصكوك: 69
تعريف الصكوك لغة: 70
تعريف الصكوك الإسلامية إصطلاحا : 70
خصائص الصكوك المالية الإسلامية: 72
أهداف الصكوك الإسلامية: 74
أهمية صكوك الاستثمار الإسلامية من الناحية الإقتصادية: 74
أنواع صكوك الاستثمار الإسلامية : 77
أولا: صكوك الإجارة: 77
ثانيا: صكوك الإستصناع: 79
أهمية الأسواق المالية: 94
المجال الأول : أهمية الأسواق المالية على مستوى الإقتصاد القومي: 94
المجال الثاني : أهمية الأسواق المالية على مستوى الأفراد والمؤسسات: 96
وظائف الأسواق المالية: 98
متطلبات إنشاء سوق مالي 101
كفاءة سوق الأورق المالية (Efficient market) 104
المقومات الأساسية للسوق الكفء: 105
أنواع المعلومات التي تعكس أسعار الورقة المالية : 107
مصادر الحصول على المعلومات: 108

مستويات كفاءة السوق 109
أولا: أسوق ضعيفة الكفاءة : The Weak Form Efficient 109
ثانيا: أسواق متوسطة الكفاءة : The Semi- Strong Form Efficient 110
ثالثا: أسواق عالية الكفاءة: The Strong Form Efficient 110
أنواع القرارات الاستثمارية 111
الأوامر الخاصة في عمليات تداول الأوراق المالية 112
أنواع الأوامر الصادرة من المستثمر: 114
عمليات سوق الأوراق المالية 118
الصفقات التي تتم عن طريق العقود العاجلة وأنواعها : 118
أنواع الصفقات التي تتم عن طريق العمليات العاجلة 119
النوع الأول: الشراء بكامل الثمن: 119
النوع الثاني: الشراء عن طريق التمويل على الهامش (Trading on the Margin) : 119
أهمية التمويل على الهامش : 128
مخاطر التمويل على الهامش:- 129
النوع الثالث: البيع على المكشوف (Short Selling) : 132
الصفقات التي تتم عن طريق العقود العاجلة وأنواعها : 133
أنواع العقود الآجلة : 135
الطريقة الأولى: العمليات الآجلة العادية الباتة أو العقود الآجلة (Forward Transactions): 135
الطريقة الثانية : العمليات الآجلة عن طريق عقود الخيارات (Options) : 136
الطريقة الثالثة: العمليات الآجلة عن طريق العقود المستقبلية (Futurers): 140
الطريقة الرابعة: العمليات الآجلة التي تتم عن طريق عقود المبادلات (Swaps) : 145
الفصل الثاني 150

مؤشرات أسعار الأسهم والأرقام القياسية 150
مفهوم مؤشرات أسعار الأسهم والأرقام القياسية للسوق المالي 150
تعريف مؤشر أسعار الأسهم: 150
أهمية مؤشرات أسعار الأسهم والارقام القياسية للسوق المالي 152
إستخدامات مؤشرات أسعار الأسهم والارقام القياسية: 153
أنواع مؤشرات أسعار الأسهم والارقام القياسية: 155
القواعد الأساسية في بناء مؤشر أسعار الأسهم : 156
آليات بناء مؤشرات أسعار الأسهم: 158
نماذج بعض الدول لمؤشرات أسعار الأسهم: 163
بورصة عمان 164
التعريف في بورصة عمان ونشأتها: 164
آليات بناء المؤشرات في بورصة عمان وطرق احتسابها: 166
أولا: الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم المدرجة : 166
ثانيا: الرقم القياسي لاسعار الأسهم غير المرجح: 169
الفصل الثالث 173
الرقابة والتفتيش في الأسواق المالية 173
مفهوم الرقابة والتفتيش 173
علاقة الرقابة بالتفتيش: 174
المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الأيسكو) (IOSCO): 175
المعايير الدولية لعمليات الرقابة والإشراف على الأسواق المالية 176
المبادئ الخاصة بالمنظمة الدولية لهيئات سوق رأس المال (الأيسكو) 177
أولا: المبادئ الخاصة بالجهة المنوط بها وضع القواعد التنظيمية لسوق المال: 177
ثانيا: المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم: 177
ثالثا: المبادئ الخاصة بالتطبيق للقواعد التنظيمية للأسواق المالية: 178



رابعا: المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية: 178

خامسا: المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية: 179

سادسا: المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي- صناديق الاستثمار: 179

سابعا: مبادئ خاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية: 179

ثامنا: مبادئ خاصة بالسوق الثانوي (سوق التداول) 180

هيئة الأوراق المالية الأردنية 181

مهام هيئة الأوراق المالية الأردنية.. 183

أهمية الرقابة والتفتيش على الأسواق المالية: 184

أساليب التفتيش والرقابة في مجال سوق الأوراق المالية:................................ 186

أولا: الرقابة والتفتيش على الجهات المصدرة للأوراق المالية وتقيدها بمتطلبات الافصاح : 188

ثانيا: الرقابة والتفتيش على الشركات الممارسة لأعمال الخدمات المالية:....... 195

الأسلوب الأول: التفتيش والرقابة المكتبية على شركات الخدمات المالية: 197

الأول: التفتيش والرقابة المكتبية على المعلومات غير المالية لشركات الخدمات المالية: 198

الثاني: التفتيش والرقابة المكتبية على البيانات والمعلومات المالية لشركات الخدمات المالية :.. 199

الأسلوب الثاني: التفتيش والرقابة الميدانية على شركات الخدمات المالية: 207

البرنامج الأول: التفتيش الدوري الشامل: 208

البرنامج الثاني: التفتيش المفاجئ: 214

البرنامج الثالث: التفتيش ذو الغرض الخاص: 215

البرنامج الرابع: التفتيش التتبعي:... 215

كيفية الرقابة والتفتيش الميداني على شركات الخدمات المالية والية تطبيقها: 215

أولا: الجوانب المالية: 216

ثانيا: الجوانب التنظيمية الخاصة بالعملاء: 229

ثالثا: الجوانب المتعلقة بالنظام المحاسبي المستخدم: 233

رابعا: الجوانب المتعلقة بأنظمة الرقابة الداخلية: 234

خامسا: الجوانب المتعلقة بمكافحة غسل الأموال وتمويل الارهاب: 237

سادسا: الرقابة والتفتيش على التراخيص الأخرى: 241

ثالثا: الرقابة والتفتيش على عمليات التداول (مراقبة التداول) : 243

أهمية المراقبة على التداول: 243

المضاربة في بورصة الأوراق المالية (Speculation): 247

النوع الأول : المضاربة المشروعة : 250

النوع الثاني :المضاربة غير المشروعة: 252

المقامرة (Gambling) : 252

أسباب لجوء المضارب الضار الى التلاعب بأسعار الأسهم والأوراق المالية :- 254

أساليب وطرق المضاربة غير المشروعة والممارسات غير الأخلاقية في البورصة: .. 257

طرق الكشف عن أساليب المضاربة المفتعلة : 264

الفصل الرابع 276

دور الجهات الرقابية في الازمات المالية 276

(حالة الأردن كورونا) 276

الآزمات المالية العالمية التاريخية: 276

الكساد العظيم سنة 1929م: 276

أزمة الأسواق المالية لسنة 1987م: 277

أزمة النمور الاسيوية 1997م: 277

الازمة المالية العالمية 2008م: 277

الأزمة الفيروسية الكورونية 2020م 277

التجربة الأردنية 279



المجال الأول : تعزيز ثقة المستثمرين في الأسواق المالية 279

المجال الثاني : تعامل هيئة الأوراق المالية مع الازمات المالية (الازمة الفيروسية الكورونية 2020)... 280

أولا : الإجراءات الإدارية:.. 283

ثانيا : الإجراءات الفنية: 284

الدروس والعبر المستفادة 288

من الأزمة المالية الكورونية2020 288

قائمة المصادر والمراجع 291

أولا: المراجع باللغة العربية.. 291

ثانيا: المراجع باللغة الانجليزية.. 323

ثالثا : مواقع الشبكة العنكبوتية.. 326

الإهداء

إلى أغلى وأنقى البشر.. إلى الروح التي لم تفارقني ...إلى
أطيب أب ...إلى أطيب قلب..
إلى روح والدي
إلى غاليتي وحبيبتي... الى من أحبت العلم ... إلى روحك
الطاهرة...
إلى روح والدتي
إلى الذي لا يمكن وصفه.. الى حبيبي ورفيقي .. الى الدنيا
بأكملها...إلى الذي لايفارقني.... إلى القلب الكبير
إلى روح أخي الغالي زاهر.
إلى روح صديقي محمد الحليق...إلى روح صديقي بسام
الجلايلة
إلى سر نجاحي في هذه الدنيا.... رمز العطاء زوجتي وأولادي
الأحباء..
..(ساره، زينه، سرى، محمد، أحمد)..
إلى المقام الكبير .... إلى الغالي ...... أحمد عبد الرحمن
خريسات
إلى (أبو المأمون) أمد الله في عمره..

إهداء خاص

إلى الأب الروحي.....إلى أجمل إنســـان
إلى الرمز الوطني... إلى قامة من قامات الـــــــــوطـــــــــن
إلى أجمـل قلـب..... إلى عبق التــاريخ والأصـــــــــالـــــــــة
إلى معــالي مروان عبـد الحليم الحمود الأكـــــــــــــــرم
أطـال الله في عمره... ومتعه بـالصـــحة والــــــعــــــافــــــيـــــة

تقديم الكتاب

بسم الله الرحمن الرحيم.

يسعدني أن أتقدم من الأخ والزميل الدكتور عمر النسور
بالتهنئة والتبريك على الجهود المبذولة التي تمت
بها لتأليف هذا الكتاب وإخراجه إلى حيز الوجود،
والذي يعتبر من الكتب القيمة في مجال رقابة
الأسواق المالية حيث عمل على الجمع بين علم الأسواق
المالية ورقابتها من الناحية العملية والعلمية، وهذا
الأمر في اعتقادي يعمل على سد الفجوة بين
الناحية الأكاديمية والعملية في مجال عمل أسواق رأس المال

وإنه لمن دواعي سروري أن أضع هذا الكتاب بين
يدي العاملين في مجال أسواق رأس المال والباحثين
وطلاب الجامعات آملاً أن يثري معرفتهم ويرفد
المكتبات الوطنية والعربية بمعلومات جديدة لما
يحتويه من مصطلحات قيمة ومميزة في مجال رقابة الأسواق
المالية، حيث جاء هذا الكتاب ليعمل على الجمع بين
الجانب النظري والعملي في مجال عمل الأسواق المالية
وتوضيح طرق وأساليب ووسائل الرقابة والتفتيش عليها،
الأمر الذي يزيد من أهمية هذا الكتاب.
نسأل الله تعالى أن يكون هذا الإنجاز حافزاً للبذل والعطاء
في خدمة مؤسساتنا الفاعلة - هيئة الأوراق المالية، ونتمنى له مزيداً
من التقدم والنجاح د. عمر الزعبي / هيئة الأوراق المالية [illegible]

2018/2020

المقدمة

الحمد والشكر لله رب العالمين، الحمد لله الذي علم الانسان ما لم يعلم، والصلاة والسلام على أشرف الخلق والمرسلين سيدنا محمد عليه أفضل الصلاة والتسليم وعلى آله وصحبه أجمعين وبعد،،،

لقد تفضل الله علينا بالجمع بين علم الأسواق المالية ورقابتها من الناحية العلمية والعملية، وهذا الأمر في اعتقادي يزيد من مسؤوليتي للمساهمة في تطوير علم الأسواق المالية ورقابتها لسد الفجوة بين الناحية الأكاديمية والناحية العملية في مجال عمل الأسواق المالية.

وعلى الرغم من كثرة الابحاث والكتب في مجال الأسواق المالية في المكتبة العربية ،الا أنها تعاني من نقص حاد في أمرين هامين أحدهما الجمع بين الجانب النظري والعملي والآخر في طرق وآلية وسائل الرقابة والتفتيش في عالم الأسواق المالية، الأمر الذي يزيد من أهمية هذا الكتاب.

ويأمل المؤلف أن يأتي هذا الجهد المتواضع للمساهمة في رفد المكتبة العربية لمساعدة طلبة الجامعات والمعاهد والموظفين والعاملين والباحثين في مجال عمل الأسواق المالية.

إنني أومن بأن الكمال لله وحده ونسأل الله ان يكون قد هداني ووفقني في نشر العلم والمعرفة علم يُنتفع به في الدنيا والآخرة، فإن أصبت فمن الله سبحانه وتعالى وإن أخطأت فمني ومن الشيطان.

الله الموفق،،،

المؤلف

الدكتور عمر عبد الرزاق النسور

تمهيد

الأسواق المالية لها دور هام ومحوري كوسيط بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجوزات المالية من خلال تجميع المدخرات وتحويلها نحو الإستثمارات، ناهيك عن جذب الإستثمارات الاجنبية وبالتالي المساهمة في تحقيق النمو الإقتصادي، لذلك تشهد اليوم أسواق المال إهتماماً بالغاً في اقتصاديات الدول، من خلال دورها الهام والحيوي في تمويل مختلف الأنشطة الإقتصادية، حيث تُعد أسواق رأس المال أحد أنواع السوق المالي بالإضافة لسوق النقد، وتعتبر مرآه عاكسة للأوضاع الإقتصادية، ومع التطور التكنولوجي الهائل الذي انعكس على جميع القطاعات وخاصة الإقتصادية ظهر العديد من الأسواق المالية وأصبحت تحظى باهتمام كبير من قبل حكومات الدول، ونتيجة لإنتشار الأسواق المالية تبرز الحاجه أيضاً الى وجود رقابة وحماية لجميع الأطراف المتعاملين في الأسوق المالية سواء كانوا مستثمرين أو شركات مساهمة عامة أو وسطاء ماليين، وعلى الرغم من كثرة الابحاث والكتب العلمية في مجال الأسواق المالية الا ان هناك نقص في تضمين مفهوم الرقابة والتفتيش على جميع المتعاملين بالأسواق المالية، وعليه جاء هذا الكتاب ليحاول أن يجمع بين طبيعة عمل ومفهوم الأسواق المالية وطرق الرقابة والتفتيش على جميع المتعاملين معها.

لذلك هدف هذا الكتاب إلى تسليط الضوء على المفهوم الواسع للأسواق المالية ورقابتها كونها علامة فارقة للمستثمرين ـــ محليين أو أجانب ـــ الباحثين عن إستثمار أموالهم، وعليه أصبحت حكومات الدول تسعى لإقامة الأسواق المالية أو تطوير القائم منها بهدف جذب أكبر شريحة من المستثمرين، بحيث أصبحت أكثر تنظيماً من خلال توفير جهات خاصة تعنى بمراقبة عمل الأسواق المالية وتحقيق أكبر قدر من الحماية لجميع أطراف السوق، لذلك يهدف الفصل الأول من هذا الكتاب



إلى التعرف على مفهوم الأسواق المالية ونشأتها وأنواعها ومعرفة الأدوات المالية المتداولة فيه، ومعرفة أهميته ووظائفه، وإلى التعرف على الأدوات المالية الاستثمارية، ويهدف الفصل الثاني إلى التعرف على مفهوم مؤشرات أسعار الأسهم وآلية بنائها وأنواعها في السوق المالي ودراسة بعض نماذج الدول في آلية بناء المؤشرات، والتعريف ببورصة عمان، ويهدف الفصل الثالث الى مفهوم الرقابة والتفتيش، وبيان أهمية وأساليب وكيفية الرقابة والتفتيش على أطراف السوق المالي وربط الجانب العلمي بالعملي، ويهدف الفصل الرابع إلى عرض التجربة الأردنية في تعاملها مع الأزمات المالية (الأزمة الفيروسية الكورونية 2020م).

الفصل الأول

مفهوم الأسواق المالية



الفصل الأول

مفهوم الأسواق المالية

يتناول هذا الفصل من هذا الكتاب الإطار النظري لمفهوم الأسواق المالية والتي هي جزء أساسي من أسواق النشاط الإقتصادي، لذلك سيندرج تحت هذا الفصل تو ضيح أ سواق الن شاط الإقت صادي ب شكل عام وتو ضيح ماهية الأ سواق المالية وتاريخ ن شأتها وأنواعها وأهميتها ووظائفها الأ سا سية والمتطلبات اللازمة لإن شاء السوق المالية، وبيان كفاءة الأسواق المالية ومستوياتها وتوضيح أهم الأوامر والمعلومات والقرارات الاستثمارية المرتبطة بها، وأهم الأدوات المالية الاستثمارية والمتداولة في الأسواق المالية.

أسواق النشاط الإقتصادي:

يدور النشاط الإقتصادي لأي دولة على نوعين من الأسواق، لذلك يمكن تقسيم أسواق النشاط الإقتصادي بشكل عام إلى نوعين :

النوع الأول : أسواق الأصول الحقيقية (السلع والأصول المادية):

وهي أسواق السلع الأساسية كالذهب والبترول والحديد والعقارات(لجا).

حيث يعتبر الا ستثمار حقيقياً أو اقت صادياً متى وفر للم ستثمر الحق في حيازة أ صل حقيقي (Asset Real) كالعقار والسلع والذهب ويقصد بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة إقتصادية في حد ذاته، ويترتب على إستخدامه منفعة إقتصادية إضافية تظهر إما في شكل سلعة، أو شكل خدمة(□).

---

(1) آل شبيب، دريد كامل (2012). **الأسواق المالية والنقدية**، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع ،عمان، الأردن، ص48.

(2) مطر، محمد (1999).**إدارة الإستثمارات**، ط 2، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن.ص63.



النوع الثاني : أسواق الأصول المالية :
وتختص هذه الأسواق بالأوراق المالية وهي أن التبادل يتم فيها بين النقود والأدوات (الأصول) المالية، فالمشتري يدفع النقود مقابل صكوك تتمثل في أوراق مالية، إلا أن المشتري لا يتسلم أصولاً حقيقية[1].
والنوع الثاني (أسواق الأصول المالية) هو موضوع هذا الكتاب.
الأسواق المالية تعريفها ونشأتها وأنواعها وأدواتها وأهميتها ووظائفها

تعريف الأسواق المالية:

قبل توضيح مفهم السوق المالي لابد وأن نوضح أن السوق المالي مصطلح مركب من كلمتين هما السوق والمال، ويمكن تعريفهما على النحو الآتي:

أولا: تعريف السوق :

السوق في المفهوم الإقتصادي :

يُعتبر السوق في المفهوم الإقتصادي أشمل وأوسع فهو لا يقتصر على منطقه أو مكان محدد ليلتقي فيه البائعون والمشترون ليقوموا بالعمليات التبادلية فيما بينهم، لأن السوق مع التطور التكنولوجي الهائل إزداد شمولاً وإتساعاً فأصبح أي تعامل على أي سلعة أو خدمة معينة يطلق عليها إسم سوق سواء كان هذا التعامل مباشراً أو غير مباشر عن طريق الوسطاء، ومهما كان نوعه، سواء سوق السلع أو سوق العمل أو سوق النقد أو سوق رأس المال، حيث أصبحت العديد من الأسواق يتم فيها البيع والشراء بين المتعاملين (البائعين والمشترين) دون الحاجة لمعرفة بعضهم

(1) شريط، صلاح الدين(2012). **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة مصر وتطبيقها على الجزائر**"أطروحة دكتوراة، غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية ،قسم العلوم الإقتصادية،جامعة الجزائر،ص 90.



البعض ومن قارات وبلدان مختلفة وذلك من خلال وســائل الاتصــالات الحديثة كالأنترنت والهاتف والبريد[جـ].

هناك عدة تعريفات للســوق في المفهوم الإقتصــادي وردت من قبل الباحثين وفيما يلي بعض منها:

عرفها حسني بأنها "المكان الذي تجتمع فيه السلع، ويتم فيه نقل الملكية بعد تمام البيع أو الشراء"[□].

وعرفها Gauthy بأنها: "التقاء العرض والطلب للســلع والخدمات أو رؤوس الأموال في قطاع محدد أو محيط معين"[لح].

وعرفها العسقلاني بأنها "اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع، فلا يختص الحكم المذكور بالمكان المعروف بالســوق بل يعم كل مكان يقع فيه التبايع"[□].

وعرفها هيكل بأنها: "المكان الذي يستطيع المشترون لسلعة ما، أو خدمة ما، الاتصال ببائعي هذه الســلعة، أو الخدمة ، بأي وسـيلة من وسـائل الاتصـال كالبريد والبرق والهاتف والتلكس"[ب].

---

(1)الحوراني، يا سر (2015).أدوات الا ستثمار المالي حقيقتها وحكمها الشرعي، **مجلة درا سات، علوم الشريعة والقانون**، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، الأردن، المجلد 42، العدد 2، ص 606.

(2)عبد السميع، ابراهيم حسني(2008).**إستثمار الأموال في الشريعة الإسلامية**، ط 1، مكتبة نانسي ، دمياط ، مصر، ص 11.

(3) M. Gauthy.Sinéchal et M. Vandercammen,(2005). "**Etudes de marchés**", second edition, (Paris: BERTI,), p.12.

(4) العسقلاني، أبو الفضل أحمد بن عالي بن حجر،(1989)، **فتح الباري شرح صحيح البخاري**، ط1، الجزء الرابع، تحقيق عبد العزيز بن باز ومحمد فؤاد عبد الباقي ، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ص431.

(5)هيكل، عبد العزيز فهمي ،(1980). **موســوعة المصــطلحات الإقتصــادية والاحصــائية** ، د ط، دار النهضة العربية ، بيروت ، لبنان، ص543.



وعرفها بدوي بأنها: "تنظيم يتم بمقتضاه الاتصال الوثيق بين المشترين والبائعين إما مباشرة وإما عن طريق الوسطاء، وبحيث تؤثر الأسعار السائدة في جزء من السوق في الأسعار التي تدفع في الاجزاء الأخرى مما يترتب عليه وجود تجانس في أسعار السلعة الواحدة" (1).

ومن خلال التعريفات السابقة للسوق يمكن أن نستنتج ما يلي:

1) **لم يعد السوق يقتصر على مكان محدد أو منطقة جغرافية محدده أو حتى مكان مادي ملموس، فبمجرد وجود عرض ووجود طلب في أي نقطة يمكن اطلاق لفظ سوق.**
2) **"يمكن أن تكون السوق محلية، ويمكن أن تكون على مستوى الدولة الواحدة، كما يمكن أن تكون على مستوى العالم ، فتوصف بانها عالمية، مثل سوق الذهب، وسوق البترول" (2).**
3) **وجود تنظيمات و شبكة اتصالات تساعد على تنظيم السوق والتقاء العرض والطلب.**

وعليه يمكن تعريف السوق بأنه أي مكان يؤدي إلى التقاء العرض والطلب وبغض النظر عن المكان المادي الملموس، سواء كان الطلب أو العرض داخلياً أم خارجياً، ودون الحاجة لمعرفة البائع للمشتري من خلال وسائل الإتصال الحديثة.

---

(1) بدوي ،احمد زكي، (1982). **معجم مصطلحات العلوم الاجتماعية** ، ط1، دار مكتبة لبنان، بيروت ، لبنان، ص 258.

(2) آل سليمان ،مبارك بن سليمان بن محمد ، (2005). **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، ط 1 ، دار كنوز إ شبيليا ، الرياض، السعودية ، ص 29. أصل هذا الكتاب إطروحة دكتوراة أجيزت عام 2004 بكلية الشريعة،جامعة محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية.



ثانيا: تعريف المال :

المال: "المال معروف ما ملكتة من جميع الأشـياء ومال الرجل يمول مولاً ومؤولا اذا صار ذا مال، وتصغيره مويل" (1).

وعرفه مجمع اللغة العربية بأنه "كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع، أو عروض تجارة، أو عقار، أو نقود ، أو حيوان وجمعه أموال" (2).

ماهية السوق المالية:

نشأت الأسواق منذ وجود الحياة البشرية على الأرض ومع التطور الهائل الذي انعكس على جميع القطاعات وتطور أساليب الاتصال ظهر لكل قطاع سوق متخصص ومن هذه الأسواق سوق الأوراق المالية أو ما يعرف بالسوق المالي **(Financial Market)**.

وهناك عدة تعريفات للسوق المالي وردت من قبل الباحثين، وفيما يلي بعض منها:

عرفها نوري بأنها "تلك الآلية التي تسمح بإصدار الأوراق المالية التي يلتقي عليها العارضون والطالبون لها، وهذه الأوراق تلبي رغبة الطالبين من حيث الآجال ويجري التداول ضمن أطر قانونية وتشريعية وتحت رقابة لجنة عمليات الأسواق المالية لحماية جميع الأطراف" (3).

---

(1) ابن منظور، **لسان العرب**، ، مادة مول، الجزء الحادي عشر ، مرجع سابق، ص 635.

(2) مجمع اللغة العربية (2004)، **المعجم الوسيط** ، مجموعة من الاساتذه باشراف مجمع اللغة العربية ،ط 4، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة، مصر ص **892**.

(3) نوري، شقيري(2015)، **إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية**، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ص 128.



وعرفها Mankiw بأنها " عبارة عن مؤسســـسـات مالية يتم من خلالها توفير قنوات اتصـــال بين المدخرين والمقترضـــين حيث يقوم المدخرون بتقديم أموالهم للمقترضين من خلال هذه السوق" (1).

وعرفها آل سـليمان بأنها " المجال الذي يتم من خلاله إصـدار أدوات معينة، للحصــول على الأموال اللازمة للمشــروعات الإنتاجية وغيرها ، وتداول هذه الأدوات" (2).

وعرفها العوضي بأنها "مكان يتيح لقاء متعـاملين فيـه، قـد يكونـون أفـراداً وقـد يكونـون مؤسسـات مـن أصـحاب الفـوائض النقديـة، مـع متعـاملين آخرين، قد يكونون أفـراداً وقـد يكونـون مؤسسـات والـذين هـم في حاجـة إلى الفـوائض النقديـة وهـذه الحاجـة غالبـاً مـا تكـون نفقـات اسـتثمارية لكـن قـد تكون الحاجة إلى نفقات جارية" (3).

وعرفها لعمـارة بأنهـا " مكـان أو سـوق يلتقـي فيـه دوريـاً أعـوان مختصـون معتمـدون، حيـث يقومـون بـإبرام صـفقات بـالبيع والشـراء لقـيم متداولـة (أوراق مالية) أو أشياء غـير موجـودة (عقـود) تحـت نظـر الأطـراف المتعاقـدة، بأسعار متفـاوض عليهـا والـتي إمـا أن تكـون بالتقـابض (عمليـات عاجلـة) أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كـل العمليـات في السـوق وتحـت مراقبـة السـلطات

(1) Mankiw, Gregory,(2001), **princiles Of Economics**, second edition, USA, TX Harcourt College Publishers, , p554.

(2) آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة** ،مرجع سابق ، ص 39.

(3) العوضي، رفعت السيد (2010). **الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي**، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، للفترة 25-29 ايلول ، المنعقده في مكة الكرمة، المملكة العربية السعودية، ص 8.



العمومية، ضماناً لحرية التعامل والعقلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية"(1).

وعرفها الحوراني بأنها "الجهاز المؤسسي الذي يتم من خلاله إصدار وتداول أدوات الاستثمار المالي لأغراض التمويل المختلفة"(2).

وعرفها آل شبيب بأنها "أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الإقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تُعاني من العجز".

وعرفها Madura بأنها "السوق الذي يسمح من خلاله بتداول الأوراق المالية كالأسهم والسندات من خلال مؤسسات وصناديق مالية تقوم بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية إنتقال الأموال من الأفراد والمؤسسات والحكومة ذات الفائض النقدي، إلى أصحاب العجوزات المالية"(3).

وبناءً على ما تقدم فإنه يمكن تعريف الأسواق المالية بأنه جهاز مؤسسي منظم يمكن من خلاله توفير التمويل اللازم لوحدات العجز الهادفة الى تحقيق أقل كلفه للتمويل وتوفير الاستثمار لوحدات الفائض النقدي الهادفة الى تحقيق أعلى عائد ممكن مع تحمل درجة مخاطرة معينة، من خلال إصدار أدوات مالية استثمارية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

---

(1) لعمارة، جمال، وحدة، رايس(2006). تحديات السوق المالي الإسلامي، **المؤتمر الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية**، للفترة 21-22 نوفمبر، جامعة محمد خضير بسكرة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، بسكرة، الجزائر، ص 3.

(2) الحوراني، ياسر، **أدوات الاستثمار المالي حقيقتها وحكمها الشرعي**، مرجع سابق، ص 607.

(3) Madura, Jeff,(2011), **Financial Markets and Institutions**, 10th edition, South, Western, Cengage Learning, , p3.



وعليه فإن السوق المالي يضم مجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة، مكونة من ثلاث قطاعات أ سا سية هي : أ صحاب الفوائض المالية وأ صحاب العجوزات المالية و الوسطاء الماليين بحيث تشكلان معاً الهيكل المؤسسي لسوق المال أو ما يسمى أطراف السوق المالي.

نشأة الأسواق المالية والبورصة.

اولا: نشأة الأسواق المالية:

يعود تاريخ نشأة الأسواق إلى عصر الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء (Collegin Marcaterum) في القرن الخامس قبل الميلاد، وقد قام اليونانيون بإنشاء متجر للمقايضات والتبادل في أثينا في ذلك الوقت(لج).

العرب قبل الإسلام كان لديهم العديد من الأسواق المشهورة، حيث تجاوزت أكثر من عشرين سوقاً كبيرة (□)، منها سوق دومة الجندل، وسوق هجر، وسوق ذي المجاز، وسوق عكاظ، وأول سوق إسلامية ظهرت في بقيع الزير وسوق المدينة وأستمر العمل بهذه السوق حتى يومنا هذا وهي تعرف الآن بسوق المناخة(لح).

كما أن العرب في عصر الجاهلية كان لديهم أسواق للتجارة، فمثلاً كانت لقريش رحلات تجارية في فصل الشتاء إلى اليمن ورحلات تجارية في فصل

---

(1) محي الدين، أحمد (1984).**عمل شركات الا ستثمار الإ سلامية في السوق العالمية**، ر سالة ماجستير منشورة عام 1986، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، تخصص الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، السعودية، ص 56.

(2) منصور، عبد الحميد(1997).الأ سواق الإقتصادية بين الماضي والحاضر، **مجلة منار الإ سلام**، العدد الخامس، أبو ظبي، الامارات، ص 114-119.

(3) القرني،عبد الحفيظ فرعلي (1987).**آداب السوق في الإسلام**، ط 1، دار الصحوة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص 13-14.

الصيف إلى الشام[لح]، وذلك كما ذكرها القرآن الكريم بقوله تعالى:

﴿لِإِيلَٰفِ قُرَيْشٍ ۝١ إِۦلَٰفِهِمْ رِحْلَةَ ٱلشِّتَآءِ وَٱلصَّيْفِ ۝٢ فَلْيَعْبُدُوا۟ رَبَّ هَٰذَا ٱلْبَيْتِ ۝٣ ٱلَّذِىٓ أَطْعَمَهُم مِّن جُوعٍ وَءَامَنَهُم مِّنْ خَوْفٍۭ ۝٤﴾ [□].

ومع التطور الهائل على مستوى جميع القطاعات وخاصة التكنولوجية، كان لا بد وأن يتطور مفهوم السوق بحيث لا يقتصر على مكان أو منطقة محدده ، بحيث أ صبح هناك أسواق متخصصة لسلع أو مجالات أو أدوات معينة مثل سوق الأوراق المالية أو البورصات وهذا ما سيتم توضيحة عند الحديث عن نشأة البورصة[لح].

ثانيا: نشأة البورصة :

يعود أصل كلمة بورصة إلى اللغة الفرنسية، فهي ليست كلمة عربية وتعني: كيس النقود[□]، وأما سبب إطلاق كلمة البورصة على السوق الذي تُعقد فيه الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية فإنه يعود لقولين :

القول الأول : إن تجار مدينة بروج البلجيكية في القرن السادس عشر الميلادي كانوا يأتون إلى السوق المخصص لعقد الصفقات وهم يحملون نقودهم في أكياس و كانوا

---

(1)هارون، محمد صبري (2009).**أحكام الأ سواق المالية الأ سهم والسندات**، ط2، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،ص 17، أصل هذا الكتاب إطروحة دكتوراة أجيزت بعام 1999، تخصص الفقه وأصولة، كلية الدراسات العليا،الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

(2) سورة قريش، آية من 1-4.

(3) إن مصطلح السوق المالية ليست مرادفاً لمصطلح البور صة ،حيث أن البور صة هي جزء من السوق المالية وسيتم توضيحة عند الحديث لاحقاً عن أنواع السوق المالية ، وعليه وعند الحديث عن نشأة الأ سواق المالية فانها لا تعني نشأة البور صة ، وللا ستزاده انظر (**تحويل بور صة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الـ شريعة الإ سلامية درا سة تطبيقية**) لمحمد الحنيني (2010) ، ط 1، دار النفائس، ص 29-33.

(4)عبد المتعال، زكي ،**الاقتصاد السياسي**(1933). د ط، مطبعة العلوم، ص 12. و ابو العلا، ابراهيم(1960). **بور صات الأوراق المالية والقطن**، ط 1، القاهرة، مصر، ص 13. نقلاً عن شبير، محمد عثمان(2007).**المعاملات المالية المعا صرة**، ط6، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، ص 197.



يجتمعون في قصر تاجر غني يدعى (Van Der Burse)، وكان شعار أسرته ثلاثة أكياس من الذهب، ولذلك أطلق اسم صاحب القصر على المكان أو الاجتماع الذي تكون غايته تداول الاعمال التجارية[1].

القول الثاني : إن تجار مدينة بروج البلجيكية المصرفيون والوسطاء الماليون والعملاء يأتون ويجتمعون في فندق في مدينة بروج، والتي كانت تزين واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس وذلك لتصريف أعمالهم[2].

وقد ذكر الباحث رضوان أن السفير البلجيكي في مصر قد زوده بالوثائق المتعلقة بنشأة البورصة حيث قال: تُشير الوثائق التي وافاني بها سعادة السفير البلجيكي في مصر بأنه في نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الايطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وما أن وطد الايطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في واحد من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين، وهي مدينة بروج "Bourse" البلجيكية[3].

(1) محي الدين، **عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية**، مرجع سابق، ص 55. نقلاً عن مقبل الجميعي، د ت، **الأسواق والبورصات**، د ط، مدينة النشر والطباعة، الاسكندرية، مصر، ص115.

(2) الخطيب، عبد الكريم، د ت، **السياسة المالية في الإسلام**، د ط، ص 155. وانظر محي الدين، **عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية**، مرجع سابق، ص 55.والذي نقل عن هشام البساط، د ت، **الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف**، اتحاد المصارف العربية، بيروت ، ص 21.

(3) رضوان، سمير عبد الحميد (2009). **أسواق الأوراق المالية**، ط1 ، دار النشر للجامعات ،القاهرة ،مصر، ص 33.



وفي موضـــع آخر ذكر الباحث مراد كاظم أن أول بورصـــة أنشـــئت بمدينة (أنفرس) البلجيكية بتاريخ 1460م[1] , وذكر الباحث صلاح السيسي انها أنشئت بتاريخ 1536م[2].

وبناءً على ما تقدم يظهر أن هناك تعدد في الروايات واختلاف في تاريخ نشـوء البورصة بين الباحثين.

أ ما بخصـــوص ا لدول العربية فتعد بورصـــة الاســـكندر ية أول ظهور للبورصـــة في مصـــر وذلـك في عـام (1883م)، ثم بورصـــة القـاهرة عـام (1904م)[3]، ثم توالـت بعـد ذلـك ظهور البورصـــات العربيـة، منهـا بورصـــة بيروت عـام (1920م)[4]، وبورصـــة الـدار البيضـــاء في ا لمغرب عـام (1929م)[5]، و تو نس عـام (1969م)[6]، والأردن عـام (1978م)[7]، والسعودية عام (1984م)[8].

---

(1) كاظم، مراد(1967). **البورصــة وافضــل الطرق في الإســتثمارات المالية**، ط 2، المطبعة التجارية، بيروت، لبنان، ص 7.

(2)السـيسـي، صـلاح الدين (1998)، **بورصـات الأوراق المالية العربية والدولية** ، ط 1، عالم الكتب، القـاهرة،ص5.نقلاً عن آل سـليمـان، **أحكـام التعـامـل في الأسـواق المـاليـة المعـاصـرة**، مرجع سابق،ص53.

(3) الموقع الإلكتروني **لبورصة مصر** http://www.egx.com.eg/arabic/history.aspx.

(4)الموقع الإلكتروني **لبورصة بيروت** http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx.

(5)المـوقـع الإلـكـتـرونـي **لـبـورصـــة الـدار الـبـضـــاء** http://www.casablanca-bourse.com/ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1.

(6)الموقع الإلكتروني **لبورصـــة تونس** http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9 http://www.bvmt.com.tn/ar.

(7) الموقع الإلكتروني **لهيئة الأوراق المالية الأردنية** http://www.jsc.gov.jo، مرجع سابق.

(8) الموقع الإلكتروني **لبورصة السعودية** http://www.tadawul.com.sa.


رقابة
الأسواق المالية



استناداً إلى ما سبق يمكن استخلاص الآتي:

1- تعد أسواق الأوراق المالية (البورصة) حديثة نسبياً إذا ما قورنت بالأسواق بالمفهوم التقليدي (السلع).

2- هناك اختلاف بين الباحثين على تاريخ نشـأت البورصـة واختلاف حول المكان الذي نشأة فيه.

3- تعتبر البورصات العربية حديثة النشأة إذا ما قورنت بالبورصات الأجنبية .

أنواع الأسواق المالية:

يمكن تقسـيم الأسـواق المالية من حيث نوع الأدوات المالية الاسـتثمارية الى نوعين، النوع الأول سـوق النقد والذي يقتصـر فيه التعامل على الأدوات المالية الاسـتثمارية قصـيرة الأجل، والنوع الثاني سـوق رأس المال والذي يتم فيه تداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، وفيما يلي توضيح لذلك:

أولا: سوق النقد(Money Market):

يعتبر سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الأجل فهو يوفر الفرص للمقترضين من خلال إيجاد آليه وطريقة مناسبة للحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من من خلال أموال المستثمرين الذين يرغبون باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سـيولة مرتفعة، ولها درجة أمان عالية[1]، ويمكن إبراز أهم التعاريف التي وردت في توضيح مفهوم سوق النقد كما يلي:

---

(1) الموسوي، حيدر يونس(2009). **أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على(الأردن، السعودية) من 1990-2007**، أطروحة دكتوراة غير منشـورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة ، النجف، العراق،ص 53.



عرفها الحنفي"على أنه السـوق الذي تتداول فيه الأدوات المالية قصـيرة الأجل وذلك من خلال السـماسـره والبنوك التقليدية ، وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل بتلك الأوراق" (1).

وعرفها Randall "على أنه السوق الذي تتداول فيه الأدوات والأصول المالية الا ستثمارية قصيرة الأجل والتي تتراواح بين يوم واحد و سنة والتي يتم تحويلها إلى نقد بسـرعة عالية مثل أذونات الخزينة وشـهادات الايداع المصـرفية، وهي وسـيلة لتلبية إحتياجات المقترضين من الأموال على المدى القصير" (2).

وعرفها صـالح بأنها " ذلك الإطار الذي يتم فيه تبادل الأدوات المالية قصـيرة الأجل، بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات ذات الفائض المالي المؤقت،مع تداول هذه الأدوات (3).

ويلاحظ من التعريفات السـابقة لسـوق النقد أنها تركزت على الأدوات الاسـتثمارية قصـيرة الأجل والتي تكون عادة أقل من سـنة واحده، وعليه فإنه يمكن تعريفها على أنها "تلك السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية الاستثمارية قصيرة الأجل والتي تكون أقل من سـنة بطريقة منظمة لإنتقال المدخرات من وحدات الفائض(المستثمرين) إلى وحدات العجز(المقترضين) للحصول على عائد منخفض مع تحمل درجة مخاطرة منخفضه أيضاً.

(1)حنفي، عبد الغفار(2004).**الأسواق المالية والمؤسسات المالية**، د ط ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، ص 250.

(2) Dodd.Randall.(2012). What Are Money Markets? Financial Economist at the U.S. Treasury epartment .Finance & Development. Available on https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/06/pdf/basics.pdf. Access on 5-9-2015.p 1.

(3) محمد، صالح محمد(2001). **إدارة الأسواق المالية والبورصات**، د ط ، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر ، ص 9.



مزايا سوق النقد:

يوفر سوق النقد مجموعة من المزايا خاصة للمؤسسات المالية الكبيرة والتي تبحث عن الأموال (وحدات العجز)، كما أنها أداة للدولة في رسم السياسات العامة ويمكن إجمال تلك المزايا بما يلي:

1- تدني درجة المخاطرة النقدية وذلك لأن الأدوات المالية المتداولة فيه من النوع قصير الاجل، وكذلك تدني درجة مخاطر الائتمان والتي ترتبط باحتمالات عجز المقترض عن الوفاء بدينه عند حلول أجل الاستحقاق[1].

2- المساهمة في رسم السياسة النقدية للدولة، حيث يستطيع البنك المركزي التحكم في احتياطيات البنوك والتحكم المباشر وغير المباشر بأسعار الفائدة[2]، حيث يقوم من خلال عمليات السوق المفتوحة بدخولة بائعاً أو مشترياً للسندات أو الأوراق المالية المصدره عنه بهدف التحكم بكمية عرض النقود وزيادة أو نقصان الإئتمان المقدم من البنوك التقليدية للأفراد أو المؤسسات[3].

3- توفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشروعات الإقتصادية، وانخفاض تكاليف تنفيذ الصفقات التي تتم عن طريقها[4].

---

(1) مطر، **إدارة الإستثمارات**، مرجع سابق، ص 167- 168.

(2) بن حاسين، بن اعمر(2013).**فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قياسية)**،اطروحة دكتوراة غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية،جامعة جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان، الجزائر، ص15.

(3) الصباح، نواف (2013). **أثر أدوات النقد التي يستخدمها البنك المركزي الكويتي في إرساء السياسة النقدية لتشجيع البنوك على دعم الاستثمار**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم المالية والإدارية، تخصص، محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، ص 19.

(4) الحسن، ثابت(2009). **شركات إستثمار الأموال/البورصات العالمية" وتحليل الأسباب والآثار المترتبة على إنهيارها في الأردن**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، الأردن، ص 12.



أدوات الاستثمار في السوق النقدي:

تمتاز الأدوات المالية الاســتثمارية في الســوق النقدي بأنها أدوات اســتثماريه قصــيرة الأجل يكون العائد المتوقع منها متدني مع تحمل درجة مخاطرة قليلة أي ضاً، ومن أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي ما يلي:-

1- <u>أذونات الخزانة (Treasury Bills)</u>

تمثل أوراقاً مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد استحقاقها عن سنة وتصدر بآجال مختلفة وتتميز بسهولة التصرف فيها، حيث تعتبر أداة من أدوات الدين الحكومي من خلال ارتباط إصدارها بالبنك المركزي وتحمل قيمة إسمية (1).

2- <u>الأوراق التجارية (Commercial Papers)</u>

تعتبر الورقة المالية التجارية أداة من أدوات الدين قصــيرة الأجل تصــدرها بعض الشركات ذات مراكز إئتمانية قوية للحصول على مصدر للأموال لتغطية احتياجاتها في الآجل القصير.

3- <u>شـهادات الايداع المصـرفية القابلة للتداول(Negotiable Certificates of Deposit)</u>

وهي أداة دين ترتب لحاملها حقاً على وديعة بنكية مودعة لأجل وتصــدر عن البنوك التقليدية بقيم اسمية مختلفة ولمدد مختلفة حسب مدة الوديعة وتكون دائماً أقل من ســنة، فالمســتثمر يمكن له أن يودعها بشــكل حســاب توفيري يحقق منه عائداً منخفضاً أو على شكل ودائع ثابتة يكون عائدها أكبر، أما إذا أضطر المستثمر لسحبها

---

(1) national treasury republic of south Africa(2008). **Treasury Bill Information Memorandum OF The Republic OF South Africa.** Available on http://www.treasury.gov.za/divisions/alm/Treasury%20Bills%20Information%20 Memorandum.pdf . Access on 11-9-2015.p 2.



قبل المدة المتفق عليها فإنه سوف يخسر الفوائد إذا كانت من النوع الذي لا يقبل التداول، إما إذا كانت قابلة للتداول فإنه يمكن له أن يأخذ بعض الفوائد عن المده التي إنقضت(1).

4- **<u>سوق اليورو دولار</u> (Eurodollars Market)**

إزدادت أهمية هذه السوق في التعاملات الدولية نتيجة لاتساع التعامل بها ، حيث أطلق على السوق الذي يتم التعامل بالدولارات الامريكية خارج الولايات المتحدة بسوق اليورو دولار، أي ا لدولار الاوربي وارتبط بفتح البنوك الاوربية حسابات ودائع لديها بالدولار اعتماداً على ما لديها من ودائع دولارية، ويتكون هذا السوق من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوربية الاخرى التي تتعامل بالدولار(2).

5- **<u>القبولات المصرفية</u> (Bankers Acceptances)**

نشأت هذه الأداة المصرفية في سوق النقد نتيجة التطور في المعاملات التجارية الدولية وهي عبارة عن سحوبات زمنية بقيمة البضاعة المؤجلة الدفع أو نوع من التسهيلات يقدمها البنك مقابل عمولة ولا يتجاوز مدة القبول المصرفي الصادر عن البنك العام الواحد(3).

---

(1) الفالوجي،محمد يوسف عنتر(2007). **اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف"دراسة تطبيقة 2004-2005"**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، قسم المحاسبة، جامعة غزة الإسلامية، فلسطين، ص 22.

(2) هندي، **الأوراق المالية وأسواق المال**، مرجع سابق، ص 55.

(3) عبالله، خالد أمين، اسماعيل الطراد (2006). **إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية**،ط1، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن، ص 337(بتصرف).



ثانيا: سوق رأس المال (Capital Market) :

يعتبر سوق رأس المال مصدراً للتمويل متوسط وطويل الأجل، فهو يساعد ويسهل عملية انتقال المدخرات من أصحاب الفوائض النقدية إلى أصحاب العجوزات المالي بطريقة منظمة، وهناك عدة تعريفات وردت من قبل الباحثين لسوق رأس المال، وفيما يلي بعض منها:

عرفها Rose بأنها " ذلك السوق الذي خصص للإستثمار طويل الأجل ويستخدمه التجار والشركات والمتعاملون والمستثمرون والحكومات لينسجم مع أهدافهم ورغاباتهم في الاستثمار طويل الأجل"[1].

وعرفها Bahabwa بأنها "هي الأسواق التي يتم التعامل بها في أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل بالاكتتاب بالأسهم والسندات سواء كانت بالسوق الأولية (سوق الإصدار) والتي تصدر لأول مرة أو السوق الثانوية (سوق التداول) للأسهم القائمة"[2].

وعرفها بني هاني بأنها " تلك السوق التي تهتم بالإستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل"[3].

---

(1) Rose, Peter S. & Marquis, Milton H., (2006), "**Money and Capital Markets**", McGraw-HillCompanies, Inc., New York.9th edition.p: 11.

(2) Bahabwa, Rushalika (2015). **An empirical Study ON the Relationship between Stock Market Development and Economic Growth in Namibia**. A thesis submitted IN FulfIlment OF The Requirements for the DegreeOF Master OF Business Administartion. The University OF Namibia. Available on http://repository.unam.na/ bitstream/handle/ 11070/1469 /Bahabwa2015.pdf?sequence=1. Access on 1-9-2015. p:9.

(3) بني هاني،حسين (2002).**الأسواق المالية** طبيعتها وادواتها، ط1، دار الكندي ناشرون،عمان، الأردن، ص15.



وعرفها آل سـليمان بأنها" المجال الذي يتم من خلالة اصـدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط أو الطويل" (1).

وعرفها رمضـان بأنها " السـوق الذي يتم التعامل بها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسـهم العادية والأسـهم الممتازة والسـندات وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة مثل السندات أو التي لا استحقاق لها مثل الأسهم" (2).

ويلاحظ من التعريفات السـابقة لسـوق رأس المال أنها تركزت على الأدوات المالية الا ستثمارية متو سطة وطويلة الأجل كالأ سهم والـ سندات والتي تكون عادة أكثر من سـنة واحده، وعليه فإنه يمكن تعريفها على أنها تلك السـوق التي يتم من خلالها إصـدار وتداول الأدوات المالية الاسـتثمارية متوسـطة وطويلة الأجل والتي تكون عـادة أكثر من سـنـه بطريقـة منظمـة لانتقـال المـدخرات من وحـدات الفائض(المستثمرين) إلى وحدات العجز(المقتر ضين) للحـصول على عائد معين مع تحمل درجة مخاطرة.

ويقسم سوق رأس المال من حيث وقت تنفيذ الصفقات إلى :

أولا: الأسواق (المستقبلية) (Futures Market):

وهي "أسـواق العقود الآجلة التي تتعامل بالأسـهم والـ سندات من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق" (3).

ويلاحظ من التعريف السـابق بأن التنفيذ واتمام الصـفقة يكون بتاريخ لاحق لتاريخ التعاقد ولذلك سميت بالمستقبلية.

---

(1) آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، مرجع سابق، ص 62.

(2) رمضـان، زياد (2002). **مبادئ الاسـتثمار المالي والحقيقي**، ط2،دار وائل للنشـر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 124.

(3) بني عامر، زاهرة علي(2008). **التصكيك ودورة في تطوير سوق مالية إسلامية**، رسالة ماجستير غير منشـورة، كلية الشـريعة والدراسـات الإسـلامية، قسـم الاقتصـاد والمصـارف، تخصـص الاقتصـاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، ص 21.



ثانيا : أسواق حاضرة (فورية) (Spot Market):

يمكن تعريف الأ سواق الحا ضره بأنها" الأ سواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بأنواعها المختلفة"(1).

وتقسم السوق الحا ضرة من حيث الإ صدار والتداول إلى نوعين : السوق الأولية وهي سوق الإصدار، والسوق الثانوية وهي سوق التداول.

1. السوق الأولية (Primary Market):

ويقصد بها سوق الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات والأوراق المالية حيث عرفها الدماغ بأنها "السوق التي يتم فيها ترويج الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات، ومن ثم بيعها"(2).

وعرفها محمد السيد بأنها "السوق التي يتم في نطاقها عرض الأوراق المالية من قبل وحدات العجز المالي على الجمهور لأول مرة، سواء بأدوات الدين أو الملكية، وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتتاب"(3).

واستناداً إلى ما سبق فإن السوق الأولية هو ذلك السوق الذي يتعامل بالإصدارات الأولية أو الجديدة من الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثاً، ولذلك يمكن تسميته بسوق الإصدارات للأوراق المالية للشركات أي عند الاكتتاب لأول مرة، ويكمن الهدف الاساسي لهذه السوق هو الحصول على رأس المال للمشاريع أو حتى زيادة رأس المال من خلال تمويل مشاريع جديدة تحت التأسيس

---

(1) التميمي، ارشد، وسلام، اسامة (2004).**الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة** ، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ،عمان، الأردن .ص 124.

(2) الدماغ، زياد جلال(2012).**الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية**،ط1،دار الثقافة للنشر والتوزيع،عمان، الأردن،ص160. أصل هذا الكتاب إطروحة دكتوراة ، أجيزت عام 2010، تخصص البنوك الإسلامية والتمويل، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا.

(3) السيد ،حسام الدين محمد (د ت).**(البورصة والأسهم)**،ط 1، شركة مكتبة ألفا للتجارة والتوزيع، القاهرة، مصر، ص15.



أو توسـعة المشـاريع القائمة، ويتم تداول الأوراق المالية المصـدرة بهذه السـوق من خلال طريقتين(1):

أ- التمويل المباشـر: ويقصـد به قيام الجهة المصـدرة للأوراق المالية بتصـريف الإصدارات من خلال الاتصال المباشر بالمستثمرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات مالية .

ب-التمويل غير المباشر: ويقصد به قيام الوحدات المتخصصة بدور الوسيط لتسهيل عملية إنتقال وتصريف الإصدارات إلى المستثمرين وتلعب بنوك الاسـتثمار دوراً اسـاسـياً في مثل هذا النوع من التعامل، بحيث تتولى عملية تصريف الإصدارات من الجهة المصدرة (العجز) إلى الجهات ذات الفائض والتي تبحث عن الاستثمار.

وتجدر الإشارة إلى أن القيام بتسويق الإصدارات عن طريق التمويل غير المباشر يتم من خلال إبرام اتفاقية بين الجهة المصـدرة والجهة التي سـتتولى عملية تصـريف الإصدارات ويأخذ طريقتين هما(2):

الطريقة الأولى : بذل عناية وتعني بذل أقصـى جهد ممكن لتصـريف وتسـويق الإصدارات للمستثمرين دون التعهد أو الالتزام بأية كمية من الأوراق المالية.

الطريقة الثانية : بذل غاية وتعني بذل أقصـى جهد ممكن لتصـريف وتسـويق الإصدارات للمستثمرين مع الالتزام والتعهد بشراء جزء أو كافة الأوراق المالية المنوي تصريفها، وذلك بسعر متفق عليه في الاتفاقية.

---

(1)عطية، حليمة،(2015)، **دور السـوق المالية في تمويل الإسـتثمارات'دراسـة حالة بورصـة عمان للفترة 2008-2013**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية،جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، ص 6.

(2) هيئة الأوراق المالية الأردنية، **تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسـنة 2005**، أحكام المادة 38، بند أمانة الإصـدار، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية http://www.jsc.gov.jo.

2. <u>السوق الثانوي</u> (Secondary Market) :

ويمكن تعريفها بأنها "الســوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي أصــدرت سابقاً في السوق الأولية" (جـ).

وتسمى أيضاً بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم بالأوراق المالية التي يتم اصدارها في الســوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الورقة المالية يذهب مباشــرة إلى حملة الأوراق المالية وليس للشركات المصدرة كما يحدث في السوق الأولية (□).

وتســتمد هذه الســوق أهميتها من كونها توفر عنصــر الســيولة للإصــدارات الجديدة في السوق الأولية، وإن نجاح التداول في السوق الاولي وكفاءة هذا السوق يعتمد على فاعلية وحجم التداول في الســوق الثانوي، فهذه الســوق توفر حرية التصــرف في تحويل الورقة المالية إلى نقد وفقاً لقوى العرض والطلب، وهذه الميزه للســوق تعرف بإســتمرارية الســوق، حيث يكون هناك دائماً بائع ومشــتري للورقة المالية، وهذا يعني أن الســوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وايجاد السيولة، وخاصة ان المصدر الأصلي لهذه الأوراق المالية غير مضــطر إلى اســتردادها قبل تاريخ اســتحقاقها، وعلية فان السوق الثانوية تسمح للمستثمر اذا ما رغب باستبدال الأوراق المالية بالنقود قبل هذا التاريخ (لح).

---

(1) الدماغ، **الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية**،مرجع سابق،ص 160.

(2) بوكساني،رشيد(2006).**معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**،أطروحة دكتوراة غير منشورة،كلية العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 45.

(3) شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة مصر وتطبيقها على الجزائر**، مرجع ســابق،ص 119-120. ويقصــد هنا بالأوراق المالية التي لها تاريخ اســتحقاق محدد مثل (السندات والصكوك والأسـهم الممتازة) اما الأسـهم العادية فليس لها تاريخ اسـتحقاق فهي قائمة مادامت الشـركة المصـدرة قائمة.انظر الدماغ (**الصـكوك الإسـلامية ودورها في التنمية الإقتصـادية**)، مرجع سابق،ص 164.



وتقسم الأ سواق المالية الثانوية من حيث مكان التداول إلى سوق منظم و سوق غير منظم:

القسم الأول :الأسواق المنظمة(The Organized Markets) :

ويطلق عليها مـ صطلح البور صة (Stock Exchange) أو سوق الأوراق المالية[1]،وهي تتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الـ شراء (البور صات) ويدار هذا المكان بوا سطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق(البورصة)[2].

ويدير عمليات التبادل في هذا السوق الوسطاء الماليون العاملون به، وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط للموافقة على إدراج الشركات بالبورصة، وتتشابه الأسواق المالية بالمهام التي تُنفذها ولكنها تختلف من حيث أحجامها وأساليب إدارتها وطبيعة الأوراق ا لمالية المتداو لة فيها وشروط الإدراج[3].

وبوجود السوق المنتظمة تكمن المنافسة بين الوسطاء الماليين من أجل اتمام الصفقات بما يناسب مصلحتهم، بمعنى أن الأوراق المالية يتم بيعها للوسطاء الذين يعر ضون أعلى سعر للشراء ويتم شراء الأوراق المالية المعروضة بأقل سعر وتتميز هذه السوق بوجود مكان للتداول او ما يسمى الصالة أو قاعة التداول ووجود

---

(1)سميرة، لطرش(2010).**كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم(دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية)**، اطروحة دكتوراة، غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية ،جامعة منتوري- قسنطينة ، الجزائر، ص 44.

(2)حـ سين، عـ صام(2008).**أ سواق الأوراق الماليةالبور صة**، ط 1، دار أ سامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 22.

(3)هندي، منير(2006).**الأوراق المالية وأسواق المال**، د ط، دار منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر ، ص118.



أوقات دوام محدده وسـاعات معينة للتداول ووجود أشـخاص مؤهلين (الوسـطاء الماليين) لتنفيذ عمليات التداول ووجود رقابة وإشـراف من لجنة إدارة السـوق أو هيئة الأوراق المالية(1).

القسم الثاني : الأسواق غير المنظمة (Un Organized Markets):

وهي عبارة عن أسواق ترتبط بقانون ونظام محدد، لكنها لا ترتبط بمكان وزمان معين، ولا تعتمد على السماسرة، وإنما على التجار الذين لديهم مخزون ويتاجرون لحسـابهم، وليس لحسـاب غيرهم، ولا يترتب على التعامل فيها أي تكاليف أو عمولات أو سمسرة أو وساطة(2).

ويطلق على الأسواق غير المنظمة بالسوق الموازي أو المعاملات على المنضدة (Over-the-Counter Market) ولها اختصار(OTC) وهي أسواق عرفية ليسـت نظامية كالأسـواق المنظمة، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية غير المسـجلة بالأسواق المنظمة (البورصات)، كما ويقوم بإدارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء منتشـرين في أماكن مختلفة ويتبادلون المعلومات فيما بينهم عن الأوراق المالية ، من خلال شبكة اتصالات سريعة لانها لا ترتبط بمكان محدد ويتم تحديد الأسعار من خلال التفاوض بين الوسـطاء وفقاً لظروف العرض والطلب، لذلك تعتبر طرقاً لإجراء المعاملات أكثر من اعتبارها مكان لاجراء المعاملات(3).

---

(1) خيرة، الداوي ،(2012)، **تقييم كفاءة وأداء الأسـواق المالية"دراسة حالة سـوق عمان المالي"**، رسـالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية،قسم مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح-ورقله، الجزائر، ص 17.

(2) الشواورة، فيصل محمود(2008). **الأستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)**،ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ،ص 57.

(3) دوابة،أشـرف محمد(2004).نحو سـوق مالية عربية،**المؤتمر العلمي العربي :التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي العربي**، للفترة 20-22سبتمر،الجامعة الأردنية ،عمان، الأردن، ص 6.



ويقسم السوق غير المنظم إلى قسمين :

السوق الثالث (Third – Market) :

وهي عبارة عن نوع من السوق غير المنظم حيث تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وتكون بيوت السمسره عادة على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية سواء كانت صغيرة أو كبيرة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التقليدية(1).

السوق الرابع (Fourth_Market) :

وهي عبارة نوع من السوق غير المنظم ، حيث يتعامل المستثمرون مباشرة بين بعضهم البعض في بيع وشراء الأسهم من خلال شبكة اتصالات سريعة بين المؤسسات والمستثمرين الذين يتعاملون بصفقات تبادل كبيرة(2).

ويتشابه هذا السوق مع السوق الثالث من حيث أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة (البورصة)، حيث يتم التعامل بين المؤسسات المالية الاستثمارية الكبيرة وبين الافراد دون الحاجة إلى أعضاء بيوت السمسرة ، ومن أهم أسباب وجود هذا السوق انخفاض تكاليف تنفيذ الصفقات كونه لا يتم دفع عمولات للوسطاء أو السماسره لعدم وجودهم أصلاً(3).

(1) عرفة ، سيد سالم (2009).**إدارة المخاطر الاستثمارية** ، ط1، دار الراية للنشر والتوزيع ،عمان، الأردن، ص 187.

(2) International Monetary found ,(2006). **International Capital Market Department**, Global Markets analysis, division, workingpaper, p. 3.

(3) متولي، عبد القادر السيد(2010).**الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**،ط1، دار الفكر،عمان، الأردن،ص 138–139(بتصرف).



أدوات الاستثمار المتداولة في سوق رأس المال:

يمتاز سوق رأس المال بأن الأدوات المالية الاستثمارية المتداولة فيه طويلة الأجل[1]، لذلك يمكن تسميته بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تكون على شكل إصدارات مالية قد تكون أدوات ملكية كالأسهم وقد تكون أدوات مديونية كالسندات وقد تكون أدوات هجينة تجمع بين الملكية والمديونية كالأسهم الممتازة، ومن خواص سوق رأس المال أنه أقل اتساعاً من سوق النقد لكنه أكثر تنظيماً[2]، ومن أهم الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق رأس المال ما يلي:

أولا: الأسهم :

الأسهم لغة: جمع سهم، ويطلق في اللغة على الحظ والنصيب، والشيء من الأشياء، وجمعه أسهم وسهام وسهمان، والسُهمة تعني القرابة[3]، والسهم واحد من النبل، وساهمته مساهمة بمعنى قارعته مقارعة والسهمة على وزن غرفة النصيب وتصغيرها سهيمة[4].

(1) سيتم عرض وتفصيل تلك الأدوات الا ستثمارية في سوق رأس المال في المطلب الخامس من المبحث الثالث من هذا الفصل صفحة رقم (69)، وذلك عند الحديث عن الأ سواق المالية الإ سلامية وربط تلك الأدوات الاستثمارية بالناحية الشرعية.

(2) الموسوي، حيدر يونس، **أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية "دراسة تطبيقية ، الأردن، السعودية من 1990-2007"**، مرجع سابق، ص 55.

(3) ابن فارس، **معجم مقاييس اللغة**، مرجع سابق، ص 474.

(4) الفيومي، أحمد بن محمد بن علي القري (1987). **المصباح المنير**، د ط، دار نشر مكتبة لبنان، بيروت، لبنان، كتاب السين، ص 111.

الأسهم اصطلاحا:

هناك عدة تعريفات للأسهم وردت من قبل الباحثين، وفيما يلي بعض منها:

عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها :"حصة الشريك في موجودات الشركة ممثلة بصك قابل للتداول"(1).

وعرفها الزحيلي بأنها : "حصص الشركاء في الشركات المساهمة، ويقسم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية، يسمى كل منها سهماً، والسهم : جزء من رأس مال الشركة المساهمة، وهو يمثل حق المساهم مُقدراً بالنقود، لتحديد مسؤوليته ونصيبه في ربح الشركة أو خسارتها"(2).

وعرفها الحيسن بأنها : "صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقة في الشركة لا سيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها"(3).

ويلاحظ من التعاريف السابقة بأنها متفقه على أن السهم يمثل حصة الشريك أو المساهم بموجودات الشركة، وعليه يمكن تعريف الأسهم بأنها صكوك متساوية القيمة تصدرها جهات متخصصة تبحث عن إقامة المشاريع ويشتريها جهات أخرى تبحث عن استثمار أموالها، وتمثل حصه شائعة في موجودات الشركة وبالتالي يصبح حامل السهم مساهم، يحق له الحصول على الأرباح أو التوزيعات التي تجريها إدارة الشركة وحضور الاجتماعات والتصويت والانتخاب والترشح لعضوية أو رئاسة مجلسي الإدارة، وتنحصر مسؤوليته بمقدار مساهمته برأس المال المستثمر من الأسهم.

---

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2015). **كتاب المعايير الشرعية**، المعيار الشرعي رقم 21، المنامة ، البحرين، ص 587.

(2) الزحيلي، وهبة (2006). **المعاملات المالية المعاصرة**، ط 3 ، دار الفكر للنشر، دمشق، سورية، ص362.

(3) الحيسن، أسامة نائل (2008). **الوجيز في الشركات التجارية والافلاس**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 143.



خصائص الأسهم:

تعتبر الأســـهم من الأدوات الاســـتثمارية طويلة الأجل ومن أشـــهرها فهي مرغوبه ومطلوبة من جميع المســـتثمرين على إختلاف أنواعهم ســـواء أكان مســـتثمر متحفظ أو متوازن أو مضـــارب وذلك لما لها من خصـــائص متعدده يمكن إيجازها بما يلي:

1- الأســـهم صـــكوك متســـاوية القيمة، فيقســـم رأس مال الشـــركة إلى أســـهم متســـاوية، ولا يكون هناك أســـهم أعلى قيمة من أســـهم أخرى في نفس الإصدار من الشركة (1).

2- عدم قابلية الســـهم للتجزئة، أي لا يجوز أن يملك اكثر من شـــخص نفس الســـهم إلا في حالة الإرث عن طريق تملكهم للســـهم من خلال مورثهم، على أن يختاروا شخص واحد ليمثلهم أمام الهيئة العامة(2).

3- قابلية الأســـهم للتداول بالطرق التجارية، بحيث يمكن لحامل الســـهم أن يتنازل به لطرف أخر أو أطراف أخرى عن طريق البيع أو الارث(3).

قيم الأسهم:

تعتبر الأسهم مـن أحـد أدوات تـوفير التمويـل الـلازم لإقامـة المشـاريع أو توســعتها، حيــث تعتــبر الأداة الاكثــر شــيوعاً بــن الأدوات الماليــة الأخــرى، حيث يعتمـد الكـثير مـن المسـتثمرين علـى تقيـيم تلـك الأسـهم لمسـاعدتهم في

(1) فيغو،عبد السلام(2007).البورصة والأسهم دراسة قانونية ، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول : أســواق الأوراق المالية والبورصــات**، للفترة 6-8-اذار ، كلية الشــريعة والقانون / جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات، ص 15.

(2) قانون الشركات الأردني(1997) رقم 22، وتعديلاتة لسنة 2006، **أحكام المادة (96)**.

(3) المهدي، نزيه محمد(2007).الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول : أسواق الأوراق المالية والبورصات**، للفترة 6-8-اذار ،جامعة الامارات العربية المتحده ، دبي، الامارات، ص 26.

إتخاذ قرارتهم الاستثمارية، لذلك فإن هناك قيم متعدده للأسهم تطلق عليه وهي:

1- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تتحدد عند تأسيس الشركة وفترة الإصدار، وتدون في شهادة السهم الصادر لمالكة أو حامله، ويكون مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم هو رأس مال الشركة[1].

2- القيمة الدفترية: وهي القيمة الحسابية للأصل كما هي مثبتة في سجلات الشركة، وتتمثل بقسمة صافي حقوق الملكية للشركة والتي تتضمن رأسمالها واحتياطياتها وأرباحها المحتجزة على عدد الأسهم المصدرة للشركة[2].

3- القيمة السوقية: وهي قيمة السهم المتداولة في السوق المالي بحسب العرض والطلب، وهي تعبر عن قيمة الشركة وتتعرض القيمة السوقية للسهم للكثير من التذبذب كونها تتأثر بالوضع المالي للشركة والظروف الإقتصادية بشكل عام، وينظر للقيمة السوقية من قبل المستثمرين في البورصة على أنها مؤشر لنجاح أو فشل الشركة، ويتم حساب القيمة السوقية للشركة من خلال حاصل ضرب عدد الأسهم في سعر السهم[3].

---

(1) الشمري، ناظم،واخرون(1999).**أساسيات الاستثمار العيني والمالي**،ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ،ص 211.

(2) الميداني، محمد أيمن عزت (1999).**الإدارة التمويلية في الشركات**، ط3، دار العبيكان،الرياض،المملكة العربية السعودية، ص 537.

(3) حسن،عبدالله كاظم(2005).إستخدام نموذج (Benzion&Yagil) في تقييم الأسهم دراسة تطبيقية في سوق بغداد للاوراق المالية، **مجلة القادسية للعلوم الادارية والإقتصادية**، المجلد 7، الإصدار 1، جامعة القادسية، بغداد، العراق، ص 94.



4- القيمة الحقيقية: ويقصد بها القيمة العادلة للسهم من خلال الموجودات الفعلية للشركة والأرباح وتوزيعاتها، ويتم حسابها من خلال طرح ديون والتزامات الشركة من صافي الاصول، وعندما تتساوى القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية فإن هذا يدل على كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال توفر المعلومات الاساسية لكافة المستثمرين، وفي حال اختلاف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقة للسهم فهذا دلالة على وجود مضاربة وتلاعب في الأسعار وعدم توافر المعلومات لجميع المستثمرين(1).

أنواع الأسهم :

سيتم تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة بحسب طبيعة كل نوع على النحو الآتي:

أولا : أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

1- **الأسهم النقدية (Cash Shares)** : وهي التي يكتتب بها المساهم أو الشريك ويدفع قيمتها نقداً، .

2- **الأسهم العينية (Vendors Shares)** : وهي الأسهم التي يسدد المساهم قيمتها عيناً في شكل عقارات أو آلات أو منقولات(2).

ثانيا : أنواع الأسهم من حيث الشكل القانوني لها تقسم إلى :

1- **الأسهم الإسمية (Nominal Shares)** : وهي الأسهم التي تقيد بإسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة، وتثبت الملكيه له، وعند تداول

---

(1)عبد الحكيم، هشام طلعت (2010).تقييم الأسهم باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، **مجلة الإدارة والاقتصاد**، العدد 81، جامعة المستنصرية، بغداد، العراق، ص 58.

(2) المهدي، **الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات**، مرجع سابق، ص 5.



الأسهم يتم نقل الملكية وتسجيلها بإسم المساهمين الجدد[1]، فتوثيق السهم وتسجيله باسم صاحبه يحفظ حقوق المساهم من الضياع وهذا هو الاصل في الشركة لأن الشريك هو الذي ساهم في الشركة بتقديم حصة فيها ،فهو الذي يملك الأسهم وله الحق ان تكون مسجلة باسمه.

2-الأسهم الإذنية أو للآمر (Promissory Shares) : وهي الأسهم التي يمكن تحويلها للآمر أي لشخص آخر عن طريق التظهير دون الرجوع للشركة فيصبح الشخص الثاني هو مالك الأسهم ويكون الأول متخلياً عن حقه[2].

3-الأسهم لحاملها (Bearer Shares) : وهي الأسهم التي لا تدون ولا تقيد إسم صاحبها عليها وانما تكتفي بكتابة على أن السهم لحامله ، ويتم نقل الملكية بالتسليم من يد البائع ليد المشتري ويكون حامل السهم هو المالك الحقيقي في نظر الشركة[3].

ثالثا: أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك ورد قيمتها إلى صاحبها:

1- أسهم رأس المال (Capital Shares) : وهي الأسهم التي تمثل الصورة العادية للسهم ولم تستهلك قيمتها ،فهي الصكوك التي تمثل جزءاً من رأس مال الشركة والتي يقدمها المساهم للشركة ولا تعود اليه ، والأصل أن الأسهم لا تستهلك ما زالت الشركة قائمة[4].

(1) العبادلة، سعيد سفيان(2013).**دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الإقتصادية**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، ص 37.

(2) الخياط، **الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي**، مرجع سابق، ص 221.

(3) جودة، صلاح السيد(2000).**بورصة الأوراق المالية عملياً وعلمياً**، ط 1، مكتبة الإشعاع الفنية، الاسكندرية، مصر،ص 160.

(4) فيغو، (2007).**البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية** ،مرجع سابق، ص 31.



2- أسهم التمتع (Redeemable Shares) : وهي الأسهم التي تستهلكها الشركة، من خلال قيامها برد قيمة الأسهم إلى المساهم قبل إنقضاء الشركة، ويبقى المالك شريكاً في الشركة، وله الحق بالحصول على الأرباح والتصويت في الجمعية العمومية[لج].

رابعا: أنواع الأسهم من حيث الحقوق لأصحابها :

1- الأسهم العادية (Ordinary Shares) : وهي آداة ملكية لها ثلاث قيم، قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، كما تعتبر أحد أدوات الاستثمار طويل الأجل ولا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على الشركة لإسترداد قيمته، وإنما إذا ما اراد التخلص منه فليس أمامه سوى عرضة للبيع في سوق رأس المال، وفي حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق وأن دفعها المساهم لشراء السهم، وليس من حقه أن يطالب بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحاً أو لم تعلن عن توزيعها[□]، وهذه الأسهم تتساوى في قيمتها وتخول حملتها أيضاً حقوقاً متساوية ومن أهم هذه الحقوق لحملة الأسهم العادية[لح]:

أ- الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها.

ب- الحصول عل نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها.

---

(1) الحداد،أحمد بن عبد العزيز(2007).الأسهم والسندات تصور وأحكام، **مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات**، للفترة 6-8 أذار، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة ، دبي، الامارات، ص 20.

(2) قرياقص،رسمية (1999).**أسواق المال**، د ط، الدار الجامعية للنشر والتوزيع والطباعة ،الاسكندرية، مصر ،ص 20+21.

(3) رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، مرجع سابق، ص 57.



ج- حضور اجتماعات الهيئة العامة والتصويت في القضايا المطروحة عليهم.

د- نقل ملكية الأسهم عن طريق الاتجار بها أو عن طريق الهبة أو الهدية أو الارث.

ه- الأولية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.

و- الترشح لعضوية مجلس الإدارة اذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.

ز- المشاركة في انتخاب اعضاء مجلس إدارة الشركة، والحق في الارباح المحتجزة.

2- الأسهم الممتازة (Preference Shares) :وهي أداة ملكية هجينة تجمع بين صفات السهم العادي والسندات، فهي كالأسهم بأنها أداة ملكية غير محددة الأجل وتشبة السندات في أنها أداة من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت[1].

وتوفر الأسهم الممتازة مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي ومنها[2]:

أ- الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية في حال تحققها.

ب- الحصول على نسبة أرباح ثابتة ومحدده مسبقاً في حال تحققها.

ج- الحصول على نسبة فائدة سنوية ثابتة أو متغيرة سواء ربحت الشركة أو خسرت.

د- المطالبة بالارباح المجمعة غير المدفوعة لسنوات سابقة.

---

(1) مطر، **إدارة الإستثمارات**، مرجع سابق ،ص 188.

(2) الحناوي، والعبد، جلال، (2002). **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، د ط، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، ص 41.



هـ- **الأولوية في إقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أوتسييل أصولها قبل حملة الأسهم العادية.**

و- **الأولوية في الاكتتاب للإصدارات الجديدة وحق التصويت داخل مجلس الإدارة.**

ز- **إمكانية التحويل إلى أسهم عادية.**

أنواع الأسهم الممتازة:

أ- **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: وهي التي تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحاً ولكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل توزيع أي أرباح على حملة الأسهم العادية، أي أن الأولوية في توزيع الأرباح لحملة الأسهم الممتازة(1).**

ب- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح : وهي التي توفر لحاملها الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو بشكل جزئي وذلك بعد أخذهم لحقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي(2).**

ج- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : وهي التي تضمن لحاملها خلال فترة محدده إمكانية التحويل إلى أسهم عادية إذا ما رغب حامل السهم الممتاز ، حيث يكون منصوصاً علية في عقد الإصدار، وعادة إذا ارتفع السعر السوقي للسهم العادي**

---

(1) حماد، طارق عبد العال (1998). **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، د ط، دار كيلوبترا للنشر، القاهرة، مصر، ص 23.

(2) عبد العزيز، سمير محمد(1997). **التمويل واصلاح خلل الهياكل المالية**، د ط، دار مكتبة الاشعاع، القاهرة، مصر، ص 50.



فإن حامل الســـهم الممتاز ســـوف يقوم بعملية التحويل وتحقيق مكاســـب رأسمالية(1).

د- الأسـهم الممتازة القابلة للاسـتدعاء: وهي التي تضـمن للشـركة المصـدرة إلزام حامل الســـهم الممتاز بردها إليها بســـعر محدد وخلال فترة زمنية معينة يكون منصـــوص عليها في نشـــرةالإصـــدار، وهذا النوع عادة يكون لصـــالح الشـــركة المصـــدرة وتســـتخدمة عندما يكون لديها فائضـــاً من الأموال يمكنها من تخفيض عدد حملة الأسهم الممتازة لحساب الأسهم العادية(2).

وتتشـــابه الأســـهم العادية مع الأســـهم الممتازة من حيث أنهما يعتبران أدوات ملكية إ ستثمارية ويمثلان حـصة شائعة في موجودات الـشركة(3)، كما أنه لا يوجد للســـهم العادي ولا للســـهم الممتاز تاريخ اســـتحقاق محدد، إلا عند انتهاء الشـــركة، وليس لهما الحق بالمطالبة بالأرباح اذا ما حققت الشركة أرباح وقررت توزيعها(4).

خامساً : أنواع الأسهم من حيث الطبيعة الاستثمارية:

تختلف الطبيعة الا ستثمارية من سهم لآخر حـسب موا صفات الـشركة التي يمثلها وطبيعة نشاطها ومقدار قيمتها السوقية ومعدل دوران سهمها، لذلك يمكن تقسيم الأسهم من حيث الطبيعة الاستثمارية الى(5):

1- أســـهم الرقائق الزرقا (Blue Chip Stocks): وهي أســـهم شـــركات مدرجة ومتداولة في البورصـــة، يعود ســـبب تســـميتها بهذا الأســـم الى لعبة البوكر (poker) حيـــث يعتبر اللون الأزرق بهـــذه اللعبـــة

(1) التهامي، عبد المنعم(1990). التمويل مقدمة في المشـآت والأســواق المالية، د ط، مكتبة عين شمس، القاهرة ، مصر، ص 50.

(2) رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، مرجع سابق، ص 61.

(3) عبد العزيز، **التمويل واصلاح خلل الهياكل المالية**، مرجع سابق، ص 47.

(4) الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**، مرجع سابق ،ص 545.

(5) بورصة عمان https://www.ase.com.jo/ar.



الأكثر قيمة والأكثر استقراراً، ومن ميزات طبيعة الاستثمار بأسهم هذه الشركات ما يلي:

أ- حصول حاملها على دخل دوري منتظم بحيث يحصل أصحاب حملة هذه الأسهم على استقرار منتظم بتوزيعات أرباح مستقرة وأرباحاً رأسمالية على المدى الطويل.

ب- إرتفاع القيمة السوقية لسعر السهم وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للشركة.

ج- التمتع بمراكز مالية وائتمانية قوية وبالتالي تتمتع بمخاطر قليلة مقارنة بغيرها من الأسهم.

د- تميزها في مجال عملها وبالتالي تكون الحصة السوقية لهذه الشركات كبيرة وتحقيق نمو مستقر وتعمل في الظروف الإقتصادية.

2- أسهم النمو(Growth Stoks): وهي أسهم شركات مدرجة ومتداولة في البورصة، حيث يتوقع أن تحقق مبيعاتها وعائدتها نسبة نمو تزيد عن نسبة النمو الإقتصادي ولا تعتمد هذه الشركات سياسة توزيع الأرباح بهدف اعادة استثمارها، وزيادة نسبة النمو وحصتها السوقية لأن هذه الشركات غالباً ما تكون حديثة التأسيس ويرتفع سعر سهمها بشكل كبير، كما أنه أيضاً عرضة للمخاطر والتقلبات السعرية، بمعنى أن هذه الأسهم كثيرة التقلب وهي سلاح ذو حدين في تحركاتها فإذا ارتفعت سبقت غالبية الأسهم بصعودها ولكنها إذا هبطت كان هبوطها شديدا أيضاً، ومن أمثلتها شركات الكمبيوتر والبرمجيات والإلكترونيات.

3- الأسهم الاستراتيجية (القيادية): وهي أسهم شركات مدرجة ومتداولة في البورصة، تتميز بضخامتها وقوة المركز المالي لها وان أسهمها موزع على عدد كبير من المساهمين (عمق في سوق أسهمها) وهي مناسبة للمستثمرين الذين يرغبون في الحفاظ على رأسمالهم حتى في الظروف الصعبة والذين



يرغبون بالحصول على توزيعات الارباح أكثر من الارباح الرأسمالية، وقد سميت بالقيادية لانها تشـكل نسـبة عالية من مؤشـر السـوق السـعري وبالتالي أي تحرك لها يكون ذو تأثير على مؤ شر العام للأ سعار ويقوده اما نحو الإرتفاع أو نحو الهبوط.

4- الأسهم الدفاعية(Defensive Stocks) : وهي أسهم شركات مدرجة ومتداولة في البورصة، لا تتأثر بالاحداث الإقتصادية بشكل كبير وان نسبة انخفاض أسـهمها أقل من نسـبة الإنخفاض في السـوق بشـكل عام ومن أمثلها شـــركات الأدوية وشـــركات الاغذية، ومن مميزات هذا النوع من الأسهم ما يلي:

أ- إ ستمرارية الطلب على مثل هذا النوع الأ سهم لدى الكثير من المستثمرين.

ب- تحقق أرباحاً منتظمة بشكل دوري وتقوم بتوزيع جزء منها على المساهمين.

ج- ثبات نسـبي في سـعر سـهمها السـوقي سـواء بالإرتفاع أو الإنخفاض وذلك لوصول الشركة لمرحلة اكتمال النمو والنضج.

د- أقل أنواع الأسـهم التي تنخفض أسـعارها في الأزمات المالية والتقلبات الإقتصادية وبالتالي مخاطر منخفضة.

5- أسهم المضاربة (Speculative Stocks): وهي أسهم شركات مدرجة ومتداولة في البورصة، يكون حجم التداول عليها بشكل كبير جداً ويكون الهدف منها جني أرباح من خلال احداث فروقات سـعرية بين سـعر البيع وسـعر ال شراء وليس الهدف منها الحصـول على توزيعات ارباح وتكون مدة الاحتفاظ بالأسهم قصيرة الاجل ومن صفات هذه الأسهم:

أ- ذات مخاطر عالية وعوائد مرتفعة.



ب- أحياناً تكون أسهم شركات يكون وضعها المالي حرج وخاصة اذا كان هناك امكانية لاصلاح الوضع المالي.

ج- غالبا ما تكون القيمة السوقية لهذه الأسهم منخفضة وذلك ليكون الشراء بكميات كبيرة جداً.

ثانيا :السندات :

تعريف السندات وخصائصها وأنواعها

تعتبر السندات أحد الأدوات المالية الا ستثمارية المتداولة في أسواق المال وهي أدوات مديونية قائمة على الدين وليست أداه ملكية كالأسهم وتصدرها عادة الجهات الحكومية والقطاع الخاص.

تعريف السندات:

عرفها الشريف على أنها "صك قابل للتداول يمثل قرضاً، يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، وتصدره الشركات أو الحكومات، ويمثل حامل السند حق الدائن للشركة، ولا يعد شريكاً على خلاف حامل السهم، ويعطى حامل السند فائدة ثابتة سنوياً، ولهم الحق في استيفاء قيمتها عند حلول آجال الاستحقاق"[1].

وعرفها هيكل على أنها"أوراق مالية ذات فائدة محددة، تصدرها الحكومة المركزية، أو الحكومات المحلية، وهي في الغالب أوراق مالية طويلة الأجل،أي أن قيمتها لن تسدد إلا بعد أجل طويل"[2].

وعرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها"ورقة مالية تصدرها المنشآت التجارية، والحكومات، لتقترض بموجبها أموالاً لآجال طويلة

---

(1) الشريف، محمد عبد الغفار(1990).أحكام السوق المالية، **مجلة مجمع الفقهي الإسلامي**،منظمة المؤتمر الإسلامي،ج 2، العدد 6، ص 1725.

(2)هيكل، **موسوعة المصطلحات الإقتصادية والاحصائية** ، مرجع سابق، ص 100.

مقابل فائدة ربوية تدفع لحاملها بصفة دورية، وقد تصدر بخصم من قيمتها الاسمية(1).

ويلاحظ من التعاريف السابقة أنها متقاربة من حيث أن مصدرها إما أن يكون جهة حكومية أو خاصة وإن لها فائدة ثابتة محدده واجبة الدفع.

وبناءً على ما سبق يمكن تعريف السندات بأنها أداة مديونية مالية إستثمارية يصدرها القطاع العام والخاص، لها تاريخ إ ستحقاق محدد ونسبة فائدة ثابته ومحدده مسبقاً، قابلة للتداول بالسوق المالي، متنوعة الآجال، بحيث يسمى مصدرها بالمدين وحاملها بالدائن.

خصائص السندات :

1- أداة إستثمار يحصل صاحبها على فائدة سنوية ثابته(2).

2- لها فترة إطفاء محددة وذلك عند موعد الاستحقاق والمنصوص علية بنشرة الإصدار(3).

3- يمثل السند حق الدائن تجاه الشركة المصدره له، بمعنى التزام مالي من الشركة المصدره، ويتمتع صاحب السند بضمان عام على أموال الشركة، وله الاولوية في إسترداد قيمته في حال تصفية الشركة(4).

4- إمكانية تداول السند بالسوق المالي(5) .

---

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، **المعايير الشرعية** ، مرجع سابق، ص 588.

(2) حسين، سحر عباس(2008). أثر تدفقات الا ستثمار الاجنبي المبا شر في نشاط الأ سواق المالية"حالة دراسية الأردن"، **مجلة جامعة كربلاء العلمية**،المجلد السادس، العدد 3، كلية الإدارة والاقتصاد،ص26.

(3) آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، مرجع سابق ، ص 209.

(4) علي، ميسون(2013).الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية، **مجلة جامعة بابل**، المجلد 21، العدد 1، كلية العلوم الإنسانية، ص 72.

(5) أبو قحف، عبد السلام، و الحنفي، عبد الغفار(2000). **إدارة البنوك وتطبيقاتها**، ط 1، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، مصر، ص 438.



أنواع السندات: تقسم السندات إلى عدة اعتبارات متنوعة منها

1- من حيث جهة الإصدار:

أ- سـندات الهيئات الدولية: وهي التي يصـدرها الجهات الدولية كالبنك الدولي لتمويل مشاريعه(لمجـ).

ب-السـندات الحكوميـة: وهـي الـتي تصـدرها الحكومـة لمواجهـة العجـز في الموازنـة العامـة أو لمعالجـة التضـخم وتكـون قيمتهـا الاسميـة والفائـده عليها ثابته(□).

2-من حيث الأجل(لح):

أ- سندات قصيرة الأجل : تتراوح مدتها من ثلاثة أشهر إلى سنة.

ب- سندات متوسطة الأجل: تتراوح مدتها من سنة إلى سبع سنوات.

ج- سـندات طويلـة الأجـل: وهــي السـندات الـتي تتجـاوز مـدتها سـبع سنوات فـأكثر وتكـون فائـدتها أعلـى مـن سـعر الفائـده علـى السـندات قصير ومتوسطة الأجل.

(1) هوشيار، **الإستثمارات والأسواق المالية**، مرجع سابق، ص 155.

(2) مدني، سالم بن حمزة (2007).الأحكام الفقهية المترتبة على تحريم السندات، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول : أسواق الأوراق المالية والبورصات، للفترة 6-8**-اذار، جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات، ص 3.

(3) المسـعود، ربيع، وعدنان، بن الضـيف(2011). أدوات الدين وبدائلها الشـرعية في الأسـواق المالية الإسـلامية، **المؤتمر الدولي الأول لمعهد العلوم الإقتصـادية والتجارية**، الاقتصـاد الإسـلامي الواقع ورهونات المستقبل، محور الأسواق المالية، للفتره 23-24-2، جامعة غرداية، الجزائر، ص 7.



3- من حيث شكل الإصدار :

أ- سندات إسمية : وهي التي تحمل إسم صاحبها وتنتقل من مستثمر إلى أخر عن طريق التسجيل والتداول في سوق الأوراق المالية[لج].

ب- سندات لحاملة : وهي التي لاتحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها عن طريق الاستلام من مستثمر إلى أخر[□].

4- من حيث العائد (الفوائد) أو الدخل:

أ- سندات النصيب: وهي التي تعطي الحق لصاحبها بالحصول على فائدة سنوية مستحقة بالا ضافة إلى إجراء سحوبات تتم بالقرعة على أرقام تلك السندات يتم بموجبها منح مكافأة مالية للرقم الفائز (يانصيب)، وذلك لتشجيع الجمهور على الاكتتاب[لح].

ب- سندات ذات الاستحقاق الثابت : وهي التي تصدر بقيمة اسمية محدده ونسبة فائدة محدده منصوص عهليها بنشرة الإصدار بحيث يستحق حاملها فوائد دورية ثابتة بالإضافة إلى استرجاع قيمة السند عن انتهاء المدة المتفق عليها[□].

ج- سندات ذات فائدة متغيرة أو متحركة: وهي التي لا تحدد بنسبة فائدة وإما تعطي مبلغ الفائدة حسب سعر الفائدة وقت الا ستحقاق السائد في السوق ويتم حسابه عن طريق جمع متو سط أ سعار الفائده في السوق التي قامت بها

---

(1) العمراني،عبدالله بن محمد(2010).**المنفعة في القرض**، ط 2، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 443.أصل هذا الكتاب رسالة ماجستير كلية الشريعة بجامعة الامام محمد بن سعود واجيزت عام 2000.

(2) جراية، محمد الحبيب(1990).الأدوات المالية التقليدية، **مجلة مجمع الفقهي الإسلامي**،منظمة المؤتمر الإسلامي،ج 2، العدد 6، ص 1513.

(3) سامي، فوزي محمد (1999).**الشركات التجارية والأحكام العامة والخاصة**، د ط، دار الثقافة للنشر والتوزيع،عمان، الأردن، ص 404.

(4) فياض،عطية (1998).**سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**، ط 1، دار النشر للجامعات،القاهرة، مصر، ص 212.



البنوك بشراء السندات عليها خلال أخر ثلاثة أشهر ويمكن ان تحدد بنسبة صعود أو نزول مثل 2٪(1).

د- سندات ذات الكوبون الصفري (لا تحمل سعر فائدة) : وهي التي تباع بخصم على القيمة الاسمية، ومثال ذلك سند قيمته الاسمية (100) دينار يباع بخصم بقيمة (90) دينار، وفي يوم الاستحقاق يسترد المستثمر قيمة السند كاملاً (100) دينار والفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة المتحصلة يوم الاستحقاق تمثل مقدار الفائدة التي يحققها المستثمر(2).

ه- سندات الدخل : وهي التي لها معدل دخل ونسبة محددة من أرباح الشركة، ويشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحاً، بحيث لا يوجد التزام على الشركة بدفع الفوائد عن السنوات التي لم تحقق فيها أرباح،بالمقابل فان حامل هذا السند يستحق الفوائد في السنة التي حققت بها الشركة ارباحاً عن السنوات السابقة(3).

5- من حيث الضمان :

أ- السندات المضمونة : وهي التي تضمن لحاملها الحق في أصول الشركة في حال توقف المدين عن الوفاء بأصل سداد السند أو سداد فائدته، وقد يتم

(1)The Australian Marketplace.(2014). **Understanding Bonds**.Types of bonds traded on ASX, available on http://www.asx.com.au/documents/products/Understanding_Bonds-_AGB_web_version.pdf, Access on 5-10-2015, p8.

(2) الزرري، عبد النافع، فرح غازي توفيق(2001).**الأسواق المالية**، ط 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص 166.

(3) انظر النعيمي،عدنان وآخرون(2007).**الإدارة المالية النظرية والتطبيق**،ط 1، دار المسيرة، عمان ، الأردن، ص 204.وانظر **الاستثمار في الأوراق المالية** للدكتور عبيد سعيد توفيق (1999)، د ط، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، ص 51.



تقديم الضمان الشخصي عن طريق قيام بنك معين بضمانها أو الضمان العيني من خلال تقديم رهن لحماية اموال حملة السندات(1).

ب- **السندات غير المضمونة : وتعني أنه غير مضمونة بأصول معينة وانها تتحمل بعض المخاطر وعليه فإن عائدها يكون أعلى من عائد السندات المضمونة(2).**

ثالثا: الصكوك:

تعريف الصكوك وخصائصها وأهدافها وأهميتها وأنواعها ومشروعيتها

تعتبر صكوك الاستثمار الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، حيث تزايد الطلب في الأونة الأخيرة على الخدمات المالية المصرفية الإسلامية سواء من الدول الإسلامية أو الدول غير الإسلامية، حيث أظهرت ارتباطاً وثيقاً بين قطاع التمويل من جهه والقطاع الحقيقي الإنتاجي من جهه أخرى(3)، ولعل أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية هي الصكوك المالية الإسلامية حيث تعتبر بديل شرعي ينسجم وفق أحكام الشريعة الإسلامية للأدوات المالية التقليدية وخاصة السندات .

(1) المقدادي، عادل علي (2007).الأحكام القانونية التي تنظم صدور السندات، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول : أسواق الأوراق المالية والبورصات، للفترة 6-8-اذار**، جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات، ص 12-13.

(2) المسعود، ربيع، وعدنان، بن الضيف، **أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية**، مرجع سابق، ص 7.

(3) فريز، زياد(2013).الكلمة الافتتاحية لمحافظ البنك المركزي والذي نظمته الاكاديمية العربية بتاريخ 21/ 3/ 2013، **مجلة الدراسات المالية والمصرفية**، العدد الأول، المجلد 21، العدد الخاص رقم 80، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ص 24.



تعريف الصكوك لغة:

الصكوك لغة: جمع صك وصكوك وأصك وصكاك وهي كلمة فارسية مُعربة، وتعني : شهادة، أو وثيقة، أو مستند، والصك في لغة العرب : الضرب ويقال : صَك فلانٌ فلاناً أي ضربه[لج]، والصكك : أن تصطكَ رُكبتا الرجل وصكَ الباب : أغلقه بعنف وشِدة[□]،وكانت الأرزاق تسمى صكاكاً ، لأنها تخرج مكتوبه، فالصك هو الورقه المكتوب عليها الرزق والطعام والتي تخرج من الحاكم لمستحقه[لح]، حيث كان يثبت فيها حق الانسان في الطعام أو غير الطعام والتي تكتب من قبل ولي الأمر[□].

فالصك يطلق في الأ صل على ما يكتب فيه من الورق ونحوه من حقوق، لكنه يستعمل مجازاً في الحقوق أو الديون الثابته فيه ، فهو يتضمن التصرف فيما يحتويه من حق أو دين[بر].

تعريف الصكوك الإسلامية إصطلاحا :

هناك عدة تعريفات للصكوك وردت من قبل الباحثين، وفيما يلي بعض منها:

عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية

---

(1) ابن منظور، **لسان العرب**، مرجع سابق ، الجزء العاشر ، ص 456-457.

(2) ابن فارس، **معجم مقاييس اللغة**، مرجع سابق، ص 539.

(3) الرازي، محمد بن أبي بكر عبد القادر ،**مختار الصحاح**، د ت، د ط، دار الكتاب العربي، بيروت ، لبنان،ص 367

(4) النووي، يحيى بن شرف ابي زكريا(1994). **صحيح مسلم بشرح النووي**، ط 2، دار قرطبة للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، المجلد العاشر، كتاب البيوع، ص 242.

(5) الحنبلي، ابن رجب (1999).**القواعد**، ط 2 ، مكتبة نزار مصطفى الباز ،مكه المكرمه، المملكة العربية السعودية ، ج 1، ص 92.



موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"[1].

وعرفها مجمع الفقة الإسلامي الدولي في قراره بشأن سندات المقارضه وسندات الاستثمار بأنها" أداة إستثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه"[2].

وعرفتها هيئة الأوراق المالية الأردنية بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع، تصدر بأسماء مالكيها مقابل ما يقدمون من أموال لتنفيذ المشروع وإستغلاله وتحقيق العائد لمدة تحدد في نشرة الإصدار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها"[3].

ويلاحظ من التعاريف السابقة لمفهوم الصكوك الإسلامية أنها متشابه إلى حد كبير فقد اتفقت على أنها متساوية القيمة وأنها تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات والمنافع للمشروع وأن أعمال المشروع منسجمة وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

وعليه يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها أداة ملكية مالية استثمارية، تمثل حصصاً شائعة ومتساوية في ملكية أعيان أو منافع أو موجودات لمشروع إستثماري معين، تصدرها الجهات الخاصة أو الحكومية

---

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،**المعايير الشرعية**، مرجع سابق، المعيار الشرعي رقم 17، ص 467.

(2) قرار مجمع الفقه الإسلامي، رقم 30(5/ 4). بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، **مجلة المجمع الفقهي الإسلامي**،العدد (4)، الجزء الثالث، 373، في مؤتمره الرابع بجده، اللمملكة العربية السعودية من 18- 23 جمادى الاخر 1408ه الموافق 6- 11 شباط (فبراير) 1988م.

(3) هيئة الأوراق المالية (2012).**قانون صكوك التمويل الإسلامي**، رقم القانون 30،المنشور بالجريده الرسمية رقم 5179، تاريخ 19/ 9/ 2012، المادة 2، المعاني والتعريفات، عمان، الأردن، ص 2.



وهي مرتبطة بالانتاج الحقيقي لتيسير أعمال الاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

خصائص الصكوك المالية الإسلامية:

تمتاز الصكوك المالية الإ سلامة بمجموعة من الخصائص تجعلها علامة فارقة في الا ستثمار عن بقية الأدوات المالية الا ستثمارية خا صة وأنها منسجمة وفق أحكام الشريعة الإ سلامية وتجمع صيغ الا ستثمار في التمويل الإ سلامي الخالي من الربا والقمار، ويمكن إبراز أهم الخصاص في النقاط الآتيه:

1- الصكوك لها قيمة أسمية محددة، تكون موضحة في القانون أو نشرة الإصدار الخاصة بها[1].

2- تمثل وثائق متساوية القيمة، حيث تصدر باسم مالكها بقيم متساوية لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق ومنافع له والتزامات وواجبات عليه[2].

3- عدم قبول الصك للتجزئة في مواجهة الشركة، أما في حالة تملك الصك من مجموعة أشخاص بسبب الإرث فلا بد من الاتفاق فيما بينهم بأي طريقة قانونية وشرعية لاختيار شخص واحد فقط يمثلهم أمام الشركة[3].

---

(1) النجار،أحمد حسن(2012).الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، **مؤتمر الجمعية المصرية للتمويل الإسلامية، بعنوان التمويل الإسلامي وآفاق التنمية في مصر،** المنعقد خلال شهر أيلول/ سبتمبر/ 2012، ص 58.

(2) صليحة ،عماري، وآسيا، سعدان(2013). الصكوك الإسلامية تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، **مؤتمر الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، بعنوان آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية،** للفتره 8-9 ديسمبر، الجزائر، ص 4.

(3) القرة داغي، علي محي الدين(2002).**بحوث في فقه البنوك الإ سلامية –درا سة فقهية واقتصادية،** ط 1، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ص 338.

4- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية في الموجودات المخصصة للاستثمار سواء أعيان أو منافع أو خدمات، أو خليطاً منها[لج].

5- تصدر وتتداول وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فهي تخضع لضوابط شرعية من حيث اصدارها أولاً وآلية تداولها ثانياً، بحيث لا تتعامل هذه الصكوك في المحرمات كالربا والقمار وغيرها من الأنشطة المحرمة في الشريعة الإسلامية[□].

6- تعتمد الصكوك على مبدأ المشاركات المباحة، حيث تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية وتأخذ جميع أحكامها، كما أنها تصدر على عقود شرعية مثل الاستصناع أو الإجارة أو المضاربة أو السلم[لح].

7- المشاركة في الأرباح والخسائر بين مصدر الصك وحامله أو مالكه ، وذلك حسب الاتفاق المبرم والمبين في نشرة الإصدار بنسبة ما يملك كل واحد منهم، حيث أن حملة الصكوك يشاركون في الغنم أي الربح ويساهمون في الخسارة في حالة الغرم[□].

---

(1) البقوم،علي هلال(2013).الصكوك الإسلامية وآثارها الاستثمارية(حالة تطبيقية على البحرين والسعودية والامارات والسودان وماليزيا)، **مجلة الحجاز العالمية المحكمة للدراسات الإسلامية والعربية**، العدد الرابع، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 155.

(2) بن عمارة ، نوال(2011).الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، **مجلة الباحث**، العدد التاسع، جامعة قاصدي مراح ورقلة، الجزائر، ص 255.

(3) الجورية، اسامة عبد الحليم(2009).**صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد**،رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات الإسلامية، بيروت ، لبنان، ص 33.

(4) بن عمارة ، **الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية**، مرجع سابق، ص 255.



أهداف الصكوك الإسلامية:

يعتبر الغرض الأ ساسي الذي أبتكرت من أجله الصكوك المالية الإ سلامية هو إيجاد بديل للأدوات المالية الا ستثمارية تنسجم وأحكام الشريعة الإ سلامية، تعمل على المســاهمة في رفع الأداء الكلي للاقتصــاد الوطني، حيث تهدف إلى تحقيق ما يلي:

1- توفير الـسيولة اللازمة لإنـشاء المـشاريع الجديدة أو تطوير المـشاريع القائمة من خلال تحويل الا صول المالية للحكومات أو القطاع الخاص إلى وحدات متساوية القيمة تسمى الصكوك الإسلامية ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتوفير التمويل اللازم للمـشاريع قـصيرة الأجل أو طويلة الأجل (1).

2- جمع رؤوس الأموال لتوفير التمويل اللازم للمشــاريع الاســتثمارية من خلال تعبئة الموارد من قبل المســتثمرين، حيث يتم طرح الصــكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتشكل حصيلة الاكتتابات فيها رؤوس أموال المشاريع المختلفة سواء كانت مشاريع جديدة أو مشاريع قائمة لتوسعتها (2).

أهمية صكوك الاستثمار الإسلامية من الناحية الإقتصادية:

تلعب صكوك الا ستثمار المالية الإ سلامية دوراً بارزاً على المستوى الإقتصادي للدولة والذي بدوره ســينعكس على المواطنين والأفراد، حيث أن إقامة مشــاريع

---

(1) السعد، **الأسواق المالية المعاصرة** (دراسة فقهية) ، مرجع سابق ، ص 73.

(2) ابراهيم، نيفين فرج(2013) .دور الهندسة المالية الإسلامية في توفير التمويل اللازم للاستثمار في مـصر، بحث مقدم إلى **مؤتمر جامعة الازهر بعنوان الاقتـصاد الإ سلامي (الفلـسفة-النظام-التطبيقات المعاصرة)**، كلية التجارة ومركز الدراسات المعرفية، للفترة 26- 28 ابريل ،جامعة الازهر القاهرة، مصر ، ص 370.



البنية التحتية والمشاريع الصناعية أو الزراعية تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة لا تستطيع الدول الإ سلامية وخا صة النامية منها أن تقوم بتوفيرها، لذلك يمكن إبراز أهمية الصكوك الإسلامية في النقاط الآتيه:

1- تساهم في انعاش وتقوية الإقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تعتمد على التمويل الربوي، حيث تتيح للحكو مات والقطاع ا لخاص الحصول على التمو يل الملائم وفق أحكام الشريعة الإ سلامية لإقامة المشاريع الجديدة أو التو سع في مشاريع قائمة، حيث تُعد الصكوك بديلاً شرعياً للسندات[1].

2- العمل على تفعيل الاستثمار طويل الأجل لأن غالبية البنوك الإسلامية تعزف عن الدخول في الاستثمار طويل الأجل وتعتمد غالباً على المرابحة وذلك لمواجهة السحوبات الفورية على حساباتها الجارية،فهي لا تعتمد على البنك المركزي مثل البنوك التقليدية كملجأ أخير للاقتراض، فالصكوك تساعدها على تغيير السياسة الا ستثمارية للمصارف الإسلامية للتوجه لصيغ استمارية أخرى غير المرابحة[2].

3- المساهمة في تطوير سوق الأوراق المالية من خلال توسيع قاعدة المؤسسات ا لمالية الإسلامية وإضافة كمية ونوعية جديده من الأدوات ا لمالية

(1) جلال الدين، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورهما في تمويل التنمية الإقتصادية** ، مرجع سابق ص 56-57.

(2) زيتوني، عبد القادر(2012).التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية،تحرير احمد العوران، **المؤتمر العلمي الدولي بعنوان الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعا صرة من منظور اقتصادي إسلامي**، للفترة 1-كانون أول-2010، جامعة العلوم الإسلامية في عمان ، الأردن ،ط 1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، فرجينيا ، امريكا، ص 454 وما بعدها بتصرف.



الاستثمارية المنسجمة مع أحكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي يؤدي إلى إنعاش سوق الأوراق المالية والمساهمة في زيادة عمق واتساع السوق( ).

4- نشر الوعي الإدخاري بين الناس الامر الذي يؤدي إلى زيادة الثقافة الاستثمارية وخاصة للمستثمرين الباحثين عن إستثمار أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتعمل على المساهمة في تحسين ربحية المؤسسات المالية والإقتصادية الإسلامية وتحسين مراكزها المالية، لأن عملية إصدار الصكوك الإسلامية تكون خارج الميزانية ولا تحتاج إلى كلف مادية كبيرة في إدارتها أو تمويلها( ).

5- تساعد الدولة في توفير التمويل اللازم لمشاريع البنية التحتية والتنموية، بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة أو ادوات الدين العام، فهي تعمل على تمويل المشاريع أو توسيع القائم منها والتي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة[3].

6- تساعد على توفير الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لجميع أطرافه، لأن الأمر يتطلب مجموعة عمل من الإجراءات قبل الدخول إلى السوق وبالتالي وصول المعلومات ونشرها للجميع بوقت مناسب( ).

---

(1) خير الدين، معطي الله، ورفيق، شرياق(2012).الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية، **مؤتمر الملتقى الدولي بعنوان مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، للفترة 3-4 ديسمبر**،جامعة قالمة يومي، الجزائر، ص 250-251.

(2) جلال الدين، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورهما في تمويل التنمية الإقتصادية** ، مرجع سابق ص 57.

(3) الحنيطي، هناء محمد(2015). دور الصكوك الإسلامية في التنمية الإقتصادية"دراسة حالة"، **مجلة دراسات، العلوم الادارية**، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، المجلد 42، العدد 2، ص 560.

(4) زعتري، علاء ا لدين(2010).الصكوك الإسلامية تعريفها وأنواعها ، بحث مقدم إلى **الندوة العلمية:الصكوك الإسلامية – تحديات- تنمية- ممارسات دولية، للفترة 18-19جوليه** ، عمان ،الأردن، ص12.



7- المساهمة في حل مشكلة السيولة للمصارف الإسلامية من خلال توفير أدوات مالية استثمارية متعدده تتسم بتنوع الآجال، الأمر الذي يتيح للمصارف الإسلامية استغلال فائض السيولة لديها ويساعدها على إحداث التوافق بين استحقاق الموجودات والمطلوبات[1].

أنواع صكوك الاستثمار الإسلامية :

تتعدد صكوك الاستثمار المالية الإسلامية تبعاً لاختلاف نوع الأصول التي تمثلها، فالأصول إما أن تكون من الأعيان أو المنافع أو الديون أو النقود وقد تكون مجتمعة أو متفرقة بمعنى أن تكون خليط من الأعيان والمنافع أو خليط بين الأعيان والمنافع والديون والنقود، وتقوم آليات إصدارها وإدارتها على صيغ التمويل الإ سلامي والمنبثقه عن العقود الشرعية كعقود المرابحة والمضاربة والمشاركة، وفيما يلي أنواع الصكوك المالية الإسلامية والمعتمدة من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية والتي تتمتاز بالتنوع وهي كالآتي :

أولا: صكوك الإجارة:

وهي أحد أنواع الصكوك المتمثلة في المنافع ويمكن تعريفها على أنها "سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل"[2]، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى صكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية

---

(1) زيتوني، **التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية**، مرجع سابق،ص 455.

(2) قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 137(3/ 15).(2004). بشأن صكوك الإجارة، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي**، منظمة المؤتمر الإسلامي،الدورة الخامسة عشر، القرار الثالث،جدة، المملكة العربية السعودية ، ص 310.



بحيث تصبح أداة إستثمارية متداولة يسهل تسيلها وذلك إذا ما رغب مالكها ببيعها في السوق المالي.

وتعتبر صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من أهم أنواعها حيث يمكن تعريفها على أنها "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك" (1).

ويمكن للدولة أو الحكومة أن تستخدم مثل هذا النوع من الصكوك من خلال أن تطرح الحكومة بعض أصولها المتمثلة بمنشأتها ومبانيها للبيع للأفراد أو المؤسسات التي ترغب بذلك ومن ثم تقوم الحكومة بإستئجار تلك الأصول عن طريق عقد الإجارة المنتهي بالتملك، وبالنسبة للعائد المتوقع من إصدار صكوك الإجارة فعادةً ما يكون محدد ومنصوص عليه في نشرة الإصدار لإن الأجرة محدده ويجوز أن تكون بنسبة معينه من رأس المال، وكذلك الأجر محدد لأنه دين في ذمة المستأجر للعين أو المنفعة ومثبت عند توقيع عقد الإجارة (2).

ومن أهم مميزات صكوك الإجارة ما يلي:

1- متعددة الأجال فمنها المتوسط والطويل الأجل وانها قليلة المخاطر نسبياً وقابلة للتداول في أ سواق المال ويمكن ا ستخدامها في تمويل المشاريع الكبرى،

---

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية** ،مرجع سابق، المعيار الشرعي رقم 17، ص 468.

(2) المطلق، عبدالله بن محمد(2010). الصكوك، **ندوه بعنوان" الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"** المنعقد خلال 24-25- مايو بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإ سلامي ومجمع الفقه الإ سلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، ص 14.



ويمكن استخدامها كاداة من أدوات السياسة النقدية من قبل البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة مثلها مثل سندات الدين[1].

2- تعتبر ذات إيراد ثابت ومحدد مسبقاً، يمكن التنبؤ بدقة العوائد الناتجه عنها بسبب سهولة معرفة الايرادات والمصاريف التي تخص العين المؤجرة، كما أنها لا تتعرض لكثير من المخاطر إذا ما قورنت ببقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم[2].

ثانيا: صكوك الإستصناع:

وهي وثائق أو عقود متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة معينة ، ويصبح المصنوع سواء أكان من الصناعات الخفيفة أو الثقيلة مملوكاً لحملة الصكوك[3].

ولا تعتبر صكوك الإستصناع عين حاضرة مثل صكوك المشاركة ولا تمليك منفعة مثل صكوك الإجارة وإنما تعتبر عين موصوفة في الذمة لأنه يتم صناعتها في وقت لاحق للعقد أي بمعنى يتم تصنيعها في المستقبل ضمن مواصفات معينة تكون موجوده في العقد[4]، لذلك فهي تعتبر أوراق مالية تطرح لجمع مبلغ من المال لإنشاء مبنى مثل إنشاء المطارات أو الطائرات أو صناعة معدات معينة مطلوبة من

---

(1) الحنيطي، **الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي**، مرجع سابق، ص14.

(2) علي، بن ثابت، ومايا، فتني(2013). التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة: الجزائر نموذجاً، **الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية بعنوان آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية**، للفترة 8-9 ديسمبر، الجزائر، ص 5.

(3)عبيد، سامي، وجعاز، عدنان(2015).الدور التمويلي للمصارف الإسلامية"التمويل بالصكوك"، **مجلة العلوم الإقتصادية**، العدد 38، المجلد العاشر، جامعة البصرة، العراق، ص 113.

(4) محمود، موسى بلا(2010). صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، **المؤتمر الدولي للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية**، للفترة 15-16 جوان، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، ص 11.



جهة معينة بمبلغ يزيد على المبلغ اللازم لصناعتها ويكون بذلك الفرق هو الربح، حيث تتمثل حقوق حملة الصكوك فيما تم دفعه من قبلهم ثمناً للصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة البضاعة وثمن البيع(1).

ومن أهم مميزات صكوك الإستصناع ما يلي:

1- توفير الموارد المالية للحكومات والشركات التي تحتاج إلى شراء سلع صناعية مرتفع الثمن كالطائرات والسفن والمصانع والمعدات أو تمويل مشاريع البناء مثل المطارات والمجمعات الصناعية والسكانية(2).

2- توفر التمويل الملائم والمتوسط الأجل للمشاريع الاستثمارية والتنموية وتساعد على الاستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التكنولوجية(3).

ثالثا: صكوك السلم:

وهي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"(4).

وتمثل صكوك السلم بيع سلعة يكون فيها التسليم بتاريخ لاحق والثمن يكون معجل وعليه فإن السلعة المتفق على تسليمها آجلاً تعتبر من الديون العينية، لأنها موصوفة بمعنى غير حاضرة حالاً تثبت بالذمة، لذلك تكون صكوك السلم غير

---

(1) الزحيلي، وهبة، **المعاملات المالية المعاصرة**، مرجع سابق، ص 303.

(2) ناصر ،سليمان، وبن زيد، ربيعة(2014).الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الإقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر،بحث مقدم إلى **المؤتمر الدولي : منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية**، للفترة 5-6 مايو ،جامعة سطيف 1،الجزائر، ص 14.

(3) الحنيطي، **الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي**، مرجع سابق، ص 15.

(4) صليحة ،عماري، وآسيا، سعدان، **الصكوك الإسلامية تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها**، مرجع سابق، ص 6.



قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين سواء أكان البائع أو المشتري، فهي تعتبر من الإستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الإستحقاق ولا يجوز تداولها(1).

ومن أهم مميزات صكوك السلم ما يلي(2):

1- تمويل التجارة الخارجية من خلال شراء المواد الخام من الدول المصدره لها واعادة بيعها.

2- توفير التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال وصغار المستثمرين والحرفيين حسب أحكام الشريعة الإسلامية لشراء الاصول الثابته اللازمة لإقامة المشاريع.

رابعاً: صكوك المرابحة :

وهي أحد أنواع الصكوك المشتملة على الديون تكون صادرة أساساً على عقد المرابحة بحيث تمثل صكوك المرابحة ملكية جزئية من رأس مال السلعة المنوي بيعها بموجب عقد المرابحة، حيث تشكل مجموع الحصص المتساوية للصكوك(3)، لذلك يمكن تعريفها على أنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك"(4).

---

(1) الشايجي، وليد خالد،الحجي، عبدالله يوسف(2005).صكوك الإستثمار الشرعية،**المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية – معالم الواقع وآفاق المستقبل**– للفترة 15-17 مارس، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة،دبي، الامارات، ص 911.

(2) محمد، سامي يوسف (2010). **الصكوك الإسلامية الأزمة– المخرج**، ط 1، دار الفكر العربي للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، ص 150.

(3) المسعود، ربيع، وعدنان، بن الضيف، **أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية**، مرجع سابق، ص 12-13.

(4) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية** ،مرجع سابق، المعيار الشرعي رقم 17، ص 469.



وغالبا ما تستخدم صكوك المرابحة لشراء منتجات المعدات وغيرها من السلع ومن ثم بيعها بالأجل مرابحة بموجب عقد البيع القائم على التقسيط[1]، فالمصدر لهذه الصكوك هو المؤسسة الوسيطة التي تقوم باستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لشراء سلعة مرابحة ثم بيعها في الأسواق والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق، حيث تقوم تلك الصكوك على مبدأ المرابحة، الذي ينتج ديناً في ذمة مصدر الصك، وعندما يصبح للصك حكم الديون، فلا يجوز تداوله بأعلى أو أقل من قيمته، لأن الديون ترد بنفس مقدارها[2]، إلا أن هناك بعض الآراء الفقهية تُجيز تداول صكوك المرابحة ولكن ضمن وعاء غالبيته من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المقارضة[3].

ومن أهم مميزات صكوك المرابحة ما يلي:

1- تلبية حاجات الأفراد من السلع الأساسية أو المكملة على أساس عقود منسجمة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتوفير مجالات مناسبة للاستثمار وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين، وكذلك العمل على تدعيم الصناعات الوطنية من خلال استهداف جميع القطاعات سواء كانت الصناعية أو التجارية أو الزراعية[4].

---

(1) Lackmann. Bedi Gunter. (2015).Types of Sukuk (Islamic Bonds).and History of Japanese Company Issuanse .**Nomura jounal of Capital Markets Research**. Vol 6 . No 3.p7.

(2) قطان، عبد الستار علي(2001). صكوك التمويل الإسلامية ضوابط شرعية وقضايا تطبيقية، **مجلة النور**، بيت التمويل الكويتي، العدد 196، الكويت، ص 19.

(3) الحلاق، سعيد(2009). الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي، بحث مقدم إلى **مؤتمر تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، للفترة 4-5 أبريل**، شرم السيخ ، مصر، ص 102.

(4) ابراهيم، **دور الهندسة المالية الإسلامية في توفير التمويل اللازم للاستثمار في مصر**، مرجع سابق، ص 365.



2- تنشـيط التجارة الداخلية والخارجية من خلال توفير احتياجات بعض القطاعات الإنتاجية وذلك عن طريق شراء السلع لمن يطلبها ومن ثم إعادة بيعها، فهي تعتبر مصدر لتمويل تجارة الواردات والصادرات[لمج].

خامسا: صكوك المشاركة:

وهي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها"[2].

وتقسم صكوك المشاركة إلى[لح]:

1- صـكوك الشـركة: وهي وثائق متسـاوية القيمة تصـدر على أسـاس عقد المشاركة تمثل المشاريع أو الأنشطة الاستثمارية ويتم تشغيلها وإدارتها من خلال تعيين أحد الشركاء أو تعيين غيرهم لتولي تيسير أعمال الشركة.
2- صـكوك المضـاربة: وهي وثائق متسـاوية القيمة تصـدر على أسـاس عقد المضاربة تمثل مشروعات أو أنشطة إستثمارية ويتم تشغيلها وإدارتها من

(1) محمد، سامي يوسف كمال(2012).**الصكوك المالية الإسلامية بديلاً عن قروض المؤسسات الدولية البنك الدولي وصندوق النقد الدولي بالتطبيق على جمهورية مصر العربية**، ط 1، دار البشير للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، ص 136.

(2) ناصر، سليمان، وبن زيد، ربيعة(2013).الصكوك الاسلامية الواقع والتحديات، **مجلة الدراسات المالية والمصـــرفية**، العدد الأول، المجلد 21، العدد الخاص رقم 80، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ص 54.

(3) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية**، المرجع السابق، المعيار الشرعي رقم 17، ص 470.



خلال تعيين مضارب من الشركاء أو تعيين غيرهم لتولي تيسير أعمال الشركة.

3- صكوك الوكالة بالاستثمار: وهي وثائق مشاركة تصدر بقيم متساوية تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار من خلال اختيار وكيل عن حملة الصكوك لإدارة المشروع الذي تمثله تلك الصكوك.

ويكون طالب المشاركة هو المصدر لصكوك المشاركة والمكتتبون هم الشركاء في هذا العقد، وتكون حصيلة الاكتتاب هي مجموع مقدار حصص المكتتبين في رأس مال الشركة، ويوزع الربح أو الخسارة بينهم على أساس نسبة كل مكتتب ما يملك من صكوك ومقدار مساهمته في عقد الشركة وذلك على أساس الغنم بالغرم[1].

ومن أهم مميزات صكوك المشاركة أنها ذات مخاطر إستثمارية متدنية، لأنها تعتمد على إصول إستثمارية حقيقية تتمتع بربحية عالية وذات تنوع في جميع المجالات الإقتصادية الأمر الذي يقلل من تعرضها للمخاطر غير المنتظمة، كما يمكن تحويلها أموال سائلة من خلال سوق الأوراق المالية، وتستخدم في تسوية المعاملات المالية كوسية دفع مضمونة السداد[2].

سادسا: صكوك المضاربة:

وهي وثائق متساوية القيمة تمثل حصص المكتتبين (أرباب الأموال) في نشاط استثماري على أساس عقد المضاربة، تقوم على مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر بين الاطراف المشاركة فأصحاب الأموال (المكتتبون) يخسرون أموالهم في حالة خسارة

(1) بن عمارة ، **الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية**، مرجع سابق، ص 256.

(2) ابراهيم، **دور الهندسة المالية الإسلامية في توفير التمويل اللازم للاستثمار في مصر**، مرجع سابق، ص 364.



المشروع ما لم تكن الخسارة سببها التعدي أو التقصير وفي المقابل يخسر أرباب العمل جهودهم عند الخسارة أيضاً (1).

أنواع صكوك المضاربة:

1- **صكوك المضاربة المطلقة: وهي التي لا يحدد فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً بذاته وإنما يخول حملة الصكوك المضارب في اختيار التجارة والزمان والمكان للاستثمار (2).**

2- **صكوك المضاربة المقيدة: وهي التي يحدد فيها حملة الصكوك الأداة والمجال الاستثماري، وبهذه الحالة لا يستطيع المضارب أن يخرج عن هذا التقييد لانه يعتبر متعدياً، حيث أن هذا النوع من الصكوك يقوم على الربط بين المصدر التمويلي ومجال الإستخدام (3).**

ومن أهم مميزات صكوك المضاربة ما يلي:

1- **إمكانية تداول هذا النوع من الصكوك في أسواق رأس المال طالما أن المشروع يعمل في نشاط إستثماري مباح وغير مخالف لإحكام الشريعة الإسلامية، كما تعتبر أداة إستمارية مناسبة لتوليد الدخل لانها قائمة على**

---

(1) سانو، قطب مصطفى(2007).في إصدار الصكوك والشروط الواجب توافراها في مصدريها رؤية في منهجية صياغة الشروط ، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول : أسواق الأوراق المالية والبورصات،** للفترة 6-8-اذار، جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات، ص10.

(2) Hussein K.Fahmy and Abdil; Awwal; Sarker ,(1996). " **Islamic Modes Of Finance And Financial Instruments For Resource Mobilization** (A survey study) , paper presented at the seminar on " Mechanism and Development of Islamic Financial Instruments “ , August 11-13 , p.20.

(3) العاني، قتيبة(2007). صكوك المضاربة الإسلامية التخريج الفقهي والتصوير الفني، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول : أسواق الأوراق المالية والبورصات،** للفترة 6-8-اذار، جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات، ص28+29.



مشاريع إستثمارية تكون مو ضحه عند تأسيس المشروع في نشرة الإصدار الخاصة بهذه الصكوك(لمجـ).

2- توفير القدرة للجهات الحكومية بشراء الصكوك وا سترداد حصة رب المال وتوفير ســهولة الرقابة عليها من الجهات المســتفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات عينية، كما تتميز صــكوك المضــــاربة بالقدرة على تغطية كافة المجالات الإقتصادية كالصناعية والعقارية والزراعية وبالتالي تقليل المخاطر المرتبطة با صدار صكوك المضاربة من خلال الضمان من قبل طرف ثالث وبالتالي توفير الأمان للمستثمرين(□).

سابعا: صكوك المزارعة:

وهي"وثائق متساوية القيمة يتم إ صدارها لإ ستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة المحصول وفق ما حدده العقد"(لح).

ومصــدر هذه الصــكوك هو مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أســاس عقد المزارعة واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الأتفاق بينهم في نشــرة الإصـــدار، والمكتتبون هم المزارعون لهذه الأرض بأموالهم، وتمثل حصيلة الصكوك تكلفة شراء الأرض، حيث تقوم الشركة بشراء الأرا ضي

---

(1) علي، نادية أمين(2005)، صكوك الا ستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها، **المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر : المؤ سسات المالية الإ سلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل** ، للفترة 15-17 مايو ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة، دبي، الامارات، ص 989.

(2)عثمان، عبد القوي ردمان (2009).الصــكوك الإســلامية وإدارة الســيولة،**المؤتمر الرابع للمصــارف والمؤسسات المالية الإسلامية،المنعقد خلال شهر يونيو**، دمشق، سورية، ص 21.

(3) أبو بكر، صفية أحمد(2009).الصكوك الإ سلامية، **مؤتمر المصارف الإ سلامية بين الواقع والمأمول** ، للفترة 31مايو-3 يونيو، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات، ص 12.



والبذور والأدوات اللازمة لتجهيز الأرض ثم تقوم بطرح صكوك المزارعة بقيمة الارض وتجهيزاتها[1].

ثامنا: صكوك المساقاة:

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعيتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة المحصول وفق ما حدده العقد[2].

ومصدر هذه الصكوك مالك لمساحات كبيرة من الأراضي المزروعة من أشجار الفاكهة المتنوعة ويرغب في رعاية هذه الأشجار، من السقي والتهذيب والتسميد والمكتتبون هم مساقون يتولون رعاية الأراضي والبساتين بأموالهم واقتسام محصول الفاكهة حسب الأتفاق المبرم بينهم والموضح في نشرة الإصدار[3].

تاسعا: صكوك المغارسة:

وهي"وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبة هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس"[4].

ومصدر هذه الصكوك هم مالكوا الأرض، حيث يتم إستخدام حصيلة الإكتتابات في تسوية الأرض لزراعة الأشجار والأشتال الزراعية ثم غرسها

---

(1) المسعود، ربيع، وعدنان، بن الضيف، **أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية**، مرجع سابق، ص 11.

(2) صالح، فتح الرحمن(2008). **دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية**، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية المنعقد بتاريخ يوليو، بيروت، لبنان، ص 17.

(3) الجورية، **صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد**، مرجع سابق، ص 94+95.

(4) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية**،مرجع السابق، المعيار الشرعي رقم 17، ص 471.



وزراعتها بحيث تنتج ثماراً على أساس عقد المغارسة الشرعية، أما المكتتبون في هذا النوع من الصكوك هم مغارسين يستحقون حصة من الأثمار المنتجة من الأرض المغروسة من الأشجار، ويمثل صك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عملية الاستثمار في إعداد الأرض وزراعة الأشجار حصة شائعة في موجودات المغارسة كمعدات الحفر وشبكات الري والأشجار نفسها فالصك يمثل حصة في ملكية المشروع بكل عناصره(1).

أهم مميزات صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة:

1- المساهمة في دعم أحد أهم المجالات الإقتصادية وهو المجال الزراعي.
2- تحقيق الأمن الغذائي على المستوى المحلي من خلال إستغلال الأراضي الشاسعة بحيث تصبح منتجه.
3- المساهمة في دعم ميزان المدفوعات للدول من خلال التصدير للمنتجات الزراعية.
4- توفير مجالات إستثمارية للمستثمرين الراغبين في توجيه إستثمارتهم وفق العقود الشرعية.

عاشرا: صكوك الوكالة بالاستثمار:

وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هو المبلغ الموكل في

(1) حامد، أحمد إسحاق الأمين(2005).**الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، إربد، الأردن، ص 49.

إستثماره ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها ويستحقون ربح المشاركة في حال حققت الشركة أرباح [1].

كما ويوجد هناك أنواع أخرى من الصكوك المالية الإسلامية يمكن توضيحها كالآتي:

أولا: صكوك الصناديق الاستثمارية:

تعتبر صناديق الا ستثمار أداة ا ستثمارية مهمه للمستثمرين والأفراد الراغبين باستثمار أموالهم وليس لديهم الخبره الكافية في إدارتها حيث يمكن تعريفها على أنها أوعية مالية تهدف إلى تجميع ا لمدخرات والأموال الفائضة من الباحثين والراغبين في الاستثمار وتوجيهها نحو الأسواق المالية[□].

وتقوم فكرة هذه الصكوك على مبدأ المضاربة من خلال عقد شركة بين إدارة الصندوق وبين المستثمرين الذين يقومون بشراء صكوك أو وحدات هذه الصناديق وتكون الأدوات الا ستثمارية كالأ سهم المكونة لمحتويات الصندوق متوافقة وأحكام الشريعة الإ سلامية ويمكن أن تشمل أيضاً على أنواع الصكوك الأخرى التي يتم تداولها في السوق المالي الإسلامي[لح].

ومن أهم مميزات الاستثمار بصكوك الصناديق الاستثمارية انها تقوم على فكرة التنويع في الإستثمارات ووجود إدارة متخصصة في إدارة الاستثمار خاصة

---

(1) فياض، صلاح، والعبابنة، علي(2013). الصكوك وأثرها على الواقع التطبيقي للعمل المصرفي الإسلامي في الأردن من وجهة نظر مصرفية، **مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي**، للفترة 12-13-تشرين الثاني، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، ص 15.

(2) الطالب، غسان(2014). صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، **المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإ سلامية**، للفترة 6-7/ آب، كلية الشريعة، قسم المصارف الإ سلامية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، ص 5.

(3) علي، **صكوك الاستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها**، مرجع سابق، ص 988.

للمستثمرين الذين لا تتوفر لديهم الخبرة ولا الوقت الكافي لإدارة الإستثمارات الخاصة بهم[1].

ثانيا: الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم:

ويمكن تعريفها على أنها صكوك متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في مشروع معين ذات أجل محدد ومنصوص عليه في نشرة الإصدار يعطي الحق لحاملة إذا ما رغب بتحصيل قيمة الصك أو بتحويل الصكوك التي يملكها إلى أسهم في نفس الشركة المصدرة للصكوك التي يملكها خلال فترة زمنية محددة وسعر محدد معلن عنهما في نشرة الإصدار، وتكون الشركة المصدرة ملزمة بتنفيذ ما يرغب به صاحب الصك سواء أكان بتحصيل قيمة الصك أو تحويله إلى أسهم، ويعتمد إختيار صاحب الصك عادةً على الأسعار السوقية للأسهم التي تمثل الشركة وعلى نتائج أعمالها وقوائمها وبياناتها المالية[2].

ثالثا: الصكوك القابلة للتبديل إلى أسهم :

وهي صكوك متساوية القيمة تمنح مالكها إذا ما رغب بتسييل أو تبديل الصك الذي يملكه في تاريخ وسعر محددين ومنصوص عليهما في نشرة الإصدار إلى أسهم دائمة لشركة أخرى غير المصدرة لنفس الصكوك وهي بديل لفكرة الأسهم التقليدية[3].

---

(1) مرعي، عبد الرحمن(2013). دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، **مجلة جامعة دمشق للعلوم المالية والإقتصادية**، المجلد 29، العدد 3، دمشق، سورية، ص 289-290.

(2) ميرة، حامد بن حسن(2010). صكوك الحقوق المعنوية، **ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم**، للفترة 24-26-أيار، بالتعاون مع مجمع الفقهي الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 8.

(3) علي، **صكوك الاستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها**، مرجع سابق، ص 984.



وتعد الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم والصكوك القابلة للتبديل إلى أسهم من الصكوك المستحدثة والجديده مقارنة بالأنواع الاخرى من الصكوك ومن أمثلة الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم صكوك شركة الدار العقارية والتي صدرت عام 2007 والمدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ومن أمثلة الصكوك القابلة للتبديل إلى أسهم صكوك شركة خزانة والتي صدرت في ماليزيا[1]، ويكمن الفرق بين النوعين بأن الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم تكون لنفس أسهم الشركة المصدرة للصكوك، في حين أن الصكوك القابلة للتبديل إلى أسهم تكون لأسهم شركة غير المصدرة للصكوك.

وبعد أن وضحت الدراسة أنواع الصكوك المالية الإسلامية، يمكن تقسيم الصكوك على الإعتبارات الآتية:

أولا : أنواع الصكوك الإسلامية حسب القطاع المستهدف[2]:

1- القطاع الزراعي : مثل صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة.

2- القطاع التجاري : مثل صكوك المضاربة والمشاركة والمرابحة والسلم.

3- القطاع الصناعي: مثل صكوك الاستصناع.

ثانيا: أنواع الصكوك الإسلامية حسب الموجودات [3]:

1- الصكوك المتمثلة في موجودات الاعيان: مثل صكوك المضاربة و صكوك المشاركة.

---

(1) الحنيطي، **دور الصكوك الإسلامية في التنمية الإقتصادية"دراسة حالة"**، مرجع سابق، ص 557.

(2) عبد الحق، العيفة، وبني عامر، زاهرة(2014). دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية"دراسة حالة مشروع توسيع المطار 8 ماي 1945 الدولي بسطيف، **المؤتمر الدولي بعنوان منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية**، للفترة 5-6 ماي، الجزائر، ص 12.

(3) الحنيطي، هناء محمد، **دور الصكوك الإسلامية في التنمية الإقتصادية"دراسة حالة"**، مرجع سابق، ص556-557.



2- الصكوك المتمثلة في المنافع: مثل صكوك الإجارة.

3- الصكوك المتمثلة في موجودات الديون : مثل صكوك المرابحة والسلم والاستصناع.

ثالثا: أنواع الصكوك الإسلامية من حيث طبيعة تمثيلها:

1- صكوك تمثل ملكية: وهذه الملكية إما أن تكون تملك الأعيان أو تمليك منفعة مثل صكوك المضاربة والإجارة والمنافع والخدمات والمزارعة والمساقاة[1].

2- صكوك تمثل مديونية: وهي الأدوات المالية الا ستثمارية التي يترتب عليها حقوق مالية ثابتة حيث لا ترتبط عوائدها بمدى نجاح المشروع بمعنى أنها لا تتعرض للمخاطر التشغيلية وانما تتعرض لمخاطر عدم السداد أو الوفاء بالإلتزامات للطرف الأخر وذلك مثل صكوك المرابحة والسلم والإستصناع[2].

(1) الشبيلي، يوسف (2010).إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية المشتملة على النقود أو الديون و ضوابطها الشرعية، **ندوة الصكوك الإ سلامية: عرض وتقويم**، للفترة 24-26-أيار، بالتعاون مع مجمع الفقهي الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 9.

(2) الساعاتي، عبد الرحيم(2010).الوظاف الإقتصادية للصكوك "نظرة مقاصدية"،**ندوة الصكوك الإسلامية:عرض وتقويم**، للفترة 24-26-أيار،بالتعاون مع مجمع الفقهي الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية،جامعة الملك عبد العزيز،جدة،المملكة العربية السعودية،ص5.



رابعا: أنواع الصكوك الإسلامية حسب قابليتها للتداول(1):

1- صكوك قابلة للتداول في السوق المالي مثل صكوك المضاربة والمشاركة والإجارة والمزارعة والمساقاة والمغارسة والسبب في قابليتها للتداول هو أن تلك الأنواع من الصكوك تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان أو تمليك منفعة لحملة الصكوك.

2- صكوك غير قابلة للتداول في السوق المالي مثل صكوك السلم والإستصناع والمرابحة، والسبب يعود لعدم قابليتها للتداول هو أن تلك الصكوك قائمة على المديونية وبالتالي لا يجوز تداول الدين إلا باحكام تداول الديون.

أهم الاختلافات بين الأدوات المالية الاستثمارية المتداولة في أسواق رأس المال

عناصر المقارنة	الأسهم	السندات	الصكوك الإسلامية
تاريخ التطبيق	1600 م	1600 م	1990 م
طبيعة العلاقة بين المصدر والمستثمر	ملكية حصة شائعة من الأصول	مديونية (قرض)	ملكية حصة شائعة من الأصول
مصدر العائد	العائد من استثمار الاصول	سعر الفائدة	العائد من استثمار الاصول
القابلية للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	يعتمد على طبيعة الأصول
المدة الزمنية	دائمة	مؤقتة	مؤقتة
درجة المخاطرة	مرتفعة	منخفضة	تعتمد على صيغة إستثمار الأصول
القيد المحاسبي	تظهر في الميزانية	تظهر في الميزانية	خارج الميزانية
جواز التعامل بها من الناحية الشرعية	جائز بضوابط محدده	غير جائزة	جائز بضوابط محدده

المصدر (2): د.محمد بن إبراهيم السحيباني، هيكلة الصكوك الإسلامية، ص22

(1) خير الدين، معطي الله، ورفيق، شرياق،**الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية**، مرجع سابق، ص 238-241.بتصرف.

(2) السحيباني، محمد بن إبراهيم(2008). **هيكلة الصكوك الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة في وحدة البحوث ، كلية الشريعة، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 22.



أهمية الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية مرآه عاكسة للوضع والنشاط الإقتصادي لأي بلد في العالم، فنشاط الأسواق المالية قاعدة أساسية للنمو الإقتصادي، حيث أن نشاط السوق من حيث زيادة حجم التداول وارتفاع القيمة السوقية لأسعار الأسهم المتداولة فيه ما هو إلى انعكاس لنجاح المشاريع الإقتصادية سواء على المستوى الحكومي أو على المستوى الخاص فهي عملية متكاملة ومترابطة وشراكة بين القطاعين (الحكومي والخاص) لنجاح وازدهار الإقتصاد بشكل عام، حيث أصبحت الأسواق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الإقتصادي، ودعامة قوية من دعاماته لما تقوم به من دور واضح في دعم عملية النمو والتطور الإقتصادي[1]، وعليه يمكن إبراز أهمية الأسواق المالية في المجالين الآتيين:

المجال الأول : أهمية الأسواق المالية على مستوى الإقتصاد القومي:

تلعب الأسواق المالية دوراً أساسياً في إحداث التنمية الإقتصادية على المستوى القومي من خلال توسيع الفرص أمام المؤسسات المالية الإقتصادية بالحصول على الأموال اللازمة لإقامة المشاريع والمساهمة بالتنمية الإقتصادية[2]،حيث تكمن أهميتها بالنسبة للإقتصاد القومي من خلال :

1- تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات لتنشيط مجالات الاستثمار أمام القطاع العام والقطاع الخاص، حيث تعمل على تنشيط الإقتصاد القومي ككل، وذلك من

(1) الخضيري، ياسر بن إبراهيم(2008).**المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية"دراسة فقهية"**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الشريعة ، قسم الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية،ص 45.

(2) نور الدين، كروش(2014).سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، **مجلة الأكاديمية للدراسات الأجتماعية والانسانية**، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية،جانفي، الجزائر،العدد 11، ص 61.



خلال تكوين تراكم رأسمالي لآجال قصيرة أو طويلة، والحفاظ على المدخرات القائمة بتوفير المنافذ الاستثمارية (لج).

2- تعتبر مؤشراً حقيقياً للوضع والنشاط الإقتصادي واتجاهات الأسعار ومعدلي الادخار والاستثمار، فأسعار الأسهم المتداولة وحركة نشاط السوق المالي ما هي إلا انعكاس للنشاط الإقتصادي القومي(□).

3- مساعدة السلطات النقدية عن طريق استخدام وسائل غير مباشرة في رسم السياسة النقدية وذلك انسجاماً مع السياسة الإقتصادية التي تحتاجها الدولة سواء كانت إنكماشية أو توسعية (لح).

4- توفير التمويل اللازم لدعم خطط التنمية الإقتصادية للدولة، من خلال تسهيل لقاء المقترضين والمدخرين فالمشاريع الإقتصادية تحتاج إلى رأس مال وبالتالي تعمل كقناة لجمع الأموال من وحدات الفائض وتوفير الموارد المالية اللازمة لعمل الشركات وبالتالي تحسين النشاط الإقتصادي(□).

5- القيام بربط الإستثمارات قصيرة الأجل مع الإستثمارات متوسطة وطويلة الأجل وذلك من خلال الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد والتي تكون قصيرة الأجل كشهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية والأدوات المتداوله في سوق رأس المال والتي تكون طويلة الآجل كالأسهم والسندات وبهذه

---

(1) جلال الدين،أدهم ابراهيم(2014).**الصكوك والأسواق المالية الإسلامية**، ط1، دار الجوهر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص 32.

(2) حطاب،كمال (2005).نحو سوق مالية إسلامية، **المؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي**, للفترة 31/ 5-3/ 6 ، جامعة أم القرى، مكة المكرمة،السعودية، ص 4.

(3) القطابري، محمد ضيف الله(1998). **دراسة إمكانية إنشاء سوق للأوراق المالية في الجمهورية اليمنية/المبررات والمعوقات**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم الاقتصاد، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، ص 6.

(4) Wajhi Ahmad. Nurul.et. al .(2014). **Investment in Stock Market: A Review on Islamic Perspectives**. E-proceedings of the Conference on Management and Muamalah (CoMM 2014), 26-27 May 2014.p:393-403.



الطريقة يتعايش الهامش الضروري للمشاركة مع النشاط المحوري للأستثمار فتتوفر الـ سيولة لتحقيق مهام الأ سواق والمؤ سـ سات المعتمدة عليها في تـ شغيل عملياتها الجارية(1).

6- المساهمة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للا ستثمار في المشاريع المحلية الأمر الذي له أثره الإيجابي على ميزان المدفوعات للدولة(2).

7- المساهمة في تحقيق إيرادات للدولة فهناك ر سوم إ صدار ور سوم تأ سيس تدفع للدولة عند تأسيس الشركات ورسوم إدراج وعمولات تداول تذهب محصلتها لمؤسسات سوق رأس المال.

8- زيادة تكامل وإندماج وتفعيل الشراكة الحقيقية بين القطاعين العام والخاص في الإقتصاد الكلي، حيث يُعد السوق المالي من أهم ركائز الإقتصاد الوطني وذلك من خلال الدور الفعال الذي يقوم به من خلال تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات وبالتالي إنشاء مشاريع جديدة أو توسعة مشاريع قائمة ،الأمر الذي سينعكس ايجاباً على توفير فرص عمل والحد من البطالة والفقر(3).

المجال الثاني : أهمية الأسواق المالية على مستوى الأفراد والمؤسسات:

تعتبر الأسواق المالية أداة مهمة في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في مجالات ا ستثمارية الأمر الذي سينعكس إيجاباً على زيادة النمو الإقتصادي وزيادة الرفاهية لأفراد المجتمع، لذلك لا تقتصر أهمية الأسواق المالية على الإقتصاد الوطني

(1) نجم، أنور عدنان (2006). **مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية إستخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قرارتهم الاستثمارية**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، ص63. وانظر معروف هو شيار(2009).الإستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص85.

(2) محي الدين،حسن أحمد(1986)،**عمل شركات الاستثمار في السوق العالمية**، ط1، دار السعودية للنشر،جدة، السعودية،ص 148، وانظر حطاب، **نحو سوق مالية إسلامية**،مرجع سابق،ص4.

(3) نور الدين، **سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مرجع سابق، ص 62-66.



بل تمتد أيضـاً للافراد وللمؤسســات المالية (1)، وعليه يمكن إبراز أهمية الأسـواق المالية للأفراد والمؤسسات كالآتي:

1- توفير خاصية السيولة للمستثمرين، حيث توفر السوق المالية وبالأخص السوق الثانوي ميزة السيولة بالنسبة للأداة الاستثمارية التي يملكها المستثمر سواء كان فرداً أو مؤســسـة، فوجود ســوق للتداول يعني وجود بائعين ومشــترين للأداة الا ستثمارية وبالتالي تُسهل إمكانية تحويل الأداة الا ستثمارية إلى نقد، وبالتالي إرتبط دورها في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الإستثمارات المنتجة(2).

2- تمثل حافزاً للشــركات المدرجة أســهمها في البورصـــة على متابعة التغيرات الحا صلة في أ سعار أ سهمها وبالتالي ت سعى إدارة تلك ال شركات إلى تح سين أدائها وربحيتها من أجل رفع سـعر السـهم التابع لهذه الشـركة فتحسـن الأداء للشركة لابد وأن يصحبه تحسن أسعار أسهمها(3).

3- تعتبر مكان مناسب لبيع وشراء الأدوات المالية الاستثمارية دون المساس بأصل الثروة الممثلة في أصول المشروع من أراضٍ ومعدات و سيارات فالبيع والشراء يكون بيع لحقوق ما يمنحة الأصـــل المالي من عائد حيث أن الســـهم لا يرتب لحاملة حيازة أصل حقيقي وعليه فإن بيع السهم لا يعني بيع الأ صول الحقيقية للشركة بل هي انتقال من مستثمر إلى مستثمر آخر، حيث تساعد بعض الأفراد والمؤ سسات الذين يوجوهون مدخراتهم إلى الا ستثمار بالأوراق المالية والذين

(1) شندي، اديب قا سم (2013).الأ سواق المالية وأثرها في التنمية الإقت صادية، **مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية** ، العدد الخاص، اصدار خاص، جامعة بغداد، العراق، ص 155-173.

(2) حسون، يا سر، وزهرة ، شادي(2005).الأ سواق المالية النا شئة ودورها في تنمية الاقت صاد الوطني، **مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية،سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية**، جامعة تشرين، سورية، المجلد 27، العدد 1، ص 10.

(3)عمر، دينا أ حمد (2009).أثر أســواق الأوراق ا لمالية العربية في النمو الأقتصـــادي، **مجلة تنمية الرافدين**،المجلد 31، العدد96، الموصل،العراق،ص 60.



قد يحتاجون إلى مال حاضـر بأخذ قروض بضـمانة الأوراق المالية مع المحافظة على أموالهم المستثمرة [1].

4- توليد فرص إســتثمارية جديدة، لأنها تمثل مكان إلتقاء العرض والطلب على تلك الفرص، حيث توفر أدوات إستثمار متنوعة قصـير وطويلة الأجل يمكن للمستثمر ان يحدد مسبقاً نوع الا ستثمار الذي يرغب به سواء كان قصير أو طويل الأجل بالإضافة إلى تشكيل نوع المحفظة الا ستثمارية التي تناسبه وتحديد نوع الأسهم والسندات التي يرغب بالاستثمار بها[2].

وظائف الأسواق المالية:

تُعتبر الأسواق المالية مكاناً لإلتقاء الأموال بين المدخرين والمقترضين فهي تقوم على توفير التمويل اللازم لوحدات العجز (المقترضـين) وتوفير السـيولة اللازمة للقيام بالمشاريع والإستثمارات المختلفة وتتيح للمدخر والمستثمر قنوات إستثمارية تمكنه من توجيه هذا المال إلى المجال الاسـتثماري الذي يناسـبه واختيار الأداه الا ستثمارية التي تتماشى مع رغباته، حيث أصبحت الأسواق المالية تحظى باهتمام بالغ الأهمية في عالم الا ستثمار بسبب دورها الفاعل في جذب المدخرات، وما تلعبه من تاثير على مسـتوى الإقتصـاد المحلي أو العالمي، بحيث أصـبحت هذه الأسـواق تشكل نقطة التقاء بين كل من المدخرين والمقترضين، فالمقترضين يعملون على انشاء المشاريع المنتجة من خلال انتاج السلع والخدمات والمدخرين يمولون ذلك الإنتاج، فهي عملية مكملة لبعضـها البعض، فكلما زاد الانتاج وزاد الاسـتخدام الأمثل للموارد زادت معه الإيرادات ومن ثم زيادة عوائد الأسـواق المالية والتي تنعكس بشـكل زيادة في الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي حدوث النمو في الإقتصـاد

(1) هارون، محمد صبري،**أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات**، مرجع سابق،ص 48- 49، وانظر محمد ، **إدارة الإستثمارات**، مرجع سابق،ص 63.

(2) القري، محمد بن علي(1995). **الأسواق المالية**، ط 1، دار حافظ للنشر، جدة، السعودية، ص 18.



القومي[1]، وبالتالي فإن هذا الدور الذي تقوم به هذه الأســواق يتم من خلال مجموعة من الوظائف يمكن إيجازها كالآتي:

1- تشــغيل الأصــول النقدية وتوجيهها نحو الاســتثمار في المشــاريع الإنتاجية والاســتثمارية، فالتنمية الإقتصــادية تتطلب إنشــاء مشــاريع اقتصــادية، والمشــاريع الإقتصــادية تتطلب وجود رأس مال، ورأس المال يعتمد على معدلات الإدخار وفرص الاســتثمار، وبالتالي فإن الأســواق المالية تُسـهل تحويل الموارد الإقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين[2].
2- جذب الأموال من خارج الدولة لإنشاء مشاريع كبيرة، وقد عزز هذا الدور مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الإقتصادي والتطور التكنولوجي[3].
3- تـوزيـع رأس المـال عـلـى مخـتـلـف الأنشــطـة الاســتـثـمـاريـة، حيث تمثل همزة الو صل بين الا ستثمار والإدخار، وبالتالي تلعب دوراً في توز يع المـد خرات والإســتثمارات على مختلف القطاعات الإقتصادية[4].
4- توفير الســيولة حيث تعتبر من أهم الوظائف التي تقوم بها تلك الأســواق بحيث توفر للمستثمر تحويل الاداه الا ستثمارية إلى سيوله حا ضره با سرع

(1) الزيدي، اياد فلاح (2009). **دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي**، رســالة ماجســتير غير منشــورة، كلية الإدارة والاقتصــاد، تخصــص العلوم الإقتصادية،جامعة الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، الدنمارك ، ص 10.

(2) دوابة،أشرف محمد،**نحو سوق مالية عربية** ، مرجع سابق ص 10.

(3) قطيط،خيري موسى(2013).**العوامل الإقتصـادية المؤثرة على حجم التداول في بورصـة فلسـطين للأوراق المالية(دراسة تطبيقية)**.رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة ،الجامعة الإسلامية،غزة ، فلسطين، ص 37.

(4) دوابة، أشـرف محمد(2006).**دور الأسـواق المالية في تدعيم الاسـتثمار طويل الأجل في المصـارف الإسلامية**، د ط، دار السلام ، القاهرة، مصر ،ص 298.



وقت وأقل كلفة مع انخفاض المخاطر، الامر الذي يشـجع على الاسـتثمار ويزيد نموه(جـ).

5- المسـاهمة في رفع الكفاءة الإقتصـادية عن طريق إقامة المشـروعات، حيث يترتب على نشاطها ورواجها دفع الأفراد إلى توجيه مدخراتهم إلى المشاريع الإقتصـادية عن طريق شـرائهم أسـهم تلك المشـروعات وبالتالي تحسـين التخصـــيص الأمثل للموارد، كما أنه لايترتب على قيامها بوظائفها آثار تضخمية(□).

6- توفير مؤشـر يومي عن ظروف الاسـتثمار واتجاهات الأسـعار وعن الأداء المالي للشركات والمشاريع الإقتصادية، حيث أن ا سعار الأ سهم في سوق رأس المال تنعكس صعوداً وهبوطاً حسب الوضع الإقتصادي والاجتماعي والسياسي بشكل عام(لح).

7- مساعدة المؤسسات والمشاريع في الحصول على التمويل اللازم سواء قصير أوطويل الأجل من حيث إنشـاء مشـاريع جديده أو التوسـع في المشـروع القائم(□).

وبناءً على ما تقدم من إبراز أهم الوظائف التي تقوم بها الأ سواق المالية يتضح أنها تقوم بثلا ثة أدوار رئيســة يمكن تقســيمها (اد خارية و تمويلية ، وتنمو ية

(1) الدســوقي، إيهاب(2000).**إقتصــاديات كفاءة البورصــة**، ط 1، الدار الجامعية للنشــر والتوزيع، الاسكندرية ، مصر ، ص 87.

(2) دوابة، **نحو سوق مالية عربية** ، مرجع سابق ص 10.

(3) رضوان، **أسواق الأوراق المالية** ،مرجع سابق، ص 40.

(4) بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية(دراسة قياسية)**،مرجع سابق، ص 21.



اقتصـــادية([1])،حيث يخلص الإقتصـــاديون إلى أن الأســـواق المالية لها وظيفتان أساسيتان وهما:

أ- إحداث التنمية الإقتصـــادية من خلال تســـهيل انتقال المدخرات والموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين([2]).

ب- تساعد على تخصيص الموارد بما يحقق الكفاءة الإقتصادية بين الاستخدامات المختلفة([3]).

متطلبات إنشاء سوق مالي

أصبح من الأهمية بمكان ضرورة قيام سوق للأوراق المالية في أي دولة تسعى لتحقيق التقدم الإقتصـــادي والنهوض به، وذلك للدور الجوهري والفاعل الذي ستحدثه هذه الـسوق في تنظيم وتطوير أ ساليب التمويل المتو سط والطويل الأجل للمشاريع الإقتصادية من خلال توجيه المدخرات إلى الإستثمارات، فالأسواق المالية تساعد الإقتصاد الوطني من الاستفادة القصوى من المدخرات والفوائض المالية لدى الأفراد والمؤســـســـات وتشـــغيلها في مشـــاريع اقتصـــادية مختلفة تعود بالفائدة على الإقتصـــاد الوطني الأمر الذي ســـوف ينعكس آثره على الأفراد والمجتمع، وبالتالي تعمل على إحداث التنمية الإقتصـادية في جميع المجالات، ولإنشـاء أو إقامة الســوق المالية بـشكل عام يتطلب هذا مجموعة من المتطلبات واجب توفرها في إقامة الـسوق

(1) الحنيني، **تحويل بور صة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الـشريعة الإ سلامية درا سة تطبيقية** مرجع سابق 37.

(2) Hossain, M. K., Hossain, A., & Sadi, R. (2013). An Examination of the Relationship between Stock Market and Economic Growth: A Study in Malaysia. **Journal of Transformative Entrepreneurship**, 3075(2). doi:10.14239/JTE.2013.01206, Vol. 1, Issue 2, pp124–133.

(3) جلال الدين، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية**، مرجع سابق، ص 35.



المالية، وذلك حتى تســتطيع القيام بوظائفها وتحقيق أهدافها، ويمكن توضــيح تلك المتطلبات كالآتي:

1- وضــوح الفلســفة الإقتصــادية للدولة، حيث لا يمكن للأســواق المالية أن تؤدي دورها الإقتصـــادي والتنموي دون وجود رؤية إقتصـــادية للدولة، تؤمن بدور القطاع الخاص وأهمية في النشــاط الإقتصــادي، فالأصــل أن تكون العلاقة بين القطاع العام والخاص علاقة شـــراكة وتكاملية، يكمل كل منهما الأخر، لأن جوهر عمل السوق المالية يتمثل في توجيه المدخرات من القطاع الخاص (الأفراد، الشركات) وتوجيهها نحو الإستثمارات المنتجة عن طريق توفير التمويل اللازم لإقامة المشاريع[1].

2- وجود حد أدنى من الا ستقرار السيا سي والإقتصادي داخل الدولة، حيث تعتبر من أهم العوامل المؤثرة في جذب رؤوس الأموال وجذب شــريحة كبيرة من المستثمرين المحليين أو المستثمرين الأجانب من خلال قدرة الدولة توفير الأمان لرأس المال المســتثمر الذي يبحث دائماً عن الربحية والأمان والمتمثلة في الاستقرار السياسي والإقتصادي[2].

3- وجود الأطر التشــريعية والقانونية لتنظيم عمل الأســواق المالية من خلال ســن القوانين واللوائح التنظيمية لمنع الممارســات الخاطئة في الســوق المالية والتي تضــفي مزيداً من الثقة والأمان على الســوق المالية ويوفر الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين وتوفير المنافســة الكاملة للســوق وتمنع الاحتكار والغش والتضليل، وذلك من خلال وجود جهة رقابية تُعنى بأمور السوق

(1) المسعودي، **متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا**، مرجع سابق ، ص 12.

(2) Elton E.J. Gruber M.J., Brown S.J ,Goetzmann W.N (2006): **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**, 2nd ed., John Wiley & Sons, New York.p260.



والرقابة علية من خلال سـن القوانين والأنظمة لتنظيم عمل السـوق المالي والتي أصبحت تسمى اليوم باسم هيئة الأوراق المالية(1).

4- توافر العدد المناسب من المؤسسات المالية والمصرفية في الدولة، حيثُ تعمل تلك المؤسسات على تشجيع المدخرين والمستثمرين لتوجيه إستمارتهم نحو الـسوق المالية، لأن المؤ سـسات المالية والمـصرفية تُعتبر بمثابة أوعية إدخارية لعامة الأفراد وبالتالي تقوم تلك المؤسـسـات بتحويل المدخرات عن طريق إقراضها للمستثمرين من أجل القيام بالمشاريع(2).

5- وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين من خلال إنشـاء أسـواق للأوراق المالية (البورصـة) ، وتنوع الأدوات المالية الاسـتثمارية ، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الخيارات أمام المـستثمرين لاختيار الأداة الا ستثمارية التي تلائم كل مسـتثمر من خلال المقار نة بين الفرص الاسـتثمار ية المتاحة(3).

6- توفر التقنيات الحديثة والأنظمة المتطورة وقنوات اتصال لعرض شا شات التداول وحركتها للمتعاملين في السـوق بحيث تسـهل عملية الاتصـال بين العملاء المستثمرين والوسطاء الماليين المرخصين بحيث تزداد سرعة وصول المعلومـات وسـرعـة إتخـاذ القرارات، وتقـديم النصـح والمشـوره للمستثمرين(4).

---

(1) سمور، **سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، مرجع سابق، غزة، فلسطين، ص 23.وانظر مطر، **إدارة الإستثمارات**، مرجع سابق ،ص 143.

(2) الجمل،جمال جويدان(2002).**الأسـواق المالية والنقدية**، ط1، دار صـفاء للنشـر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 21.

(3) التميمي،ارشد، سلام، أسامة عزمي، **الاستثمار بالأوراق المالية**، مرجع سابق، ص 112.

(4) صالح ، مفتاح، وفريدة، معارفي(2010).متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"درا سة لواقع أ سواق الدول العربية وسـبل رفع كفائتها"، **مجلة الباحث**، العدد السـابع، جامعة قاصـدي مرباح ورقلة – الجزائر، ص 187.



7- وجود الإستمرارية والتنظيم والشفافية من خلال توفر عدد كافٍ من المتعاملين ووجود الحرية التامة والمنافسة الكاملة للسوق بحيث تقل فرص نشوء الاحتكار من خلال زيادة السرعة التي تتم بها المعاملات و نشر البيانات والمعلومات بدقة وسرعة ووصولها إلى جميع المتعاملين بنفس الوقت ووجود أوامر بيع وشراء مستمرة لتوفير السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه(1).

8- توافر عدد كبير من شركات الخدمات المالية والتي تقدم خدمات الوساطة المالية وإدارة الاستثمار وإدارة الاصدار والحفظ الأمين من خلال تقديم النصح والمشورة للمستثمرين وعمل الدراسات المتخصصة في مجال التحليل المالي سواء الفني أو الأساسي للأسهم والمؤشرات الخاصة في الأسواق المالية.

كفاءة سوق الأورق المالية (Efficient market)

يتحدد سعر الورقة المالية المنوي شراؤها أو بيعها في أسواق رأس المال بناءً على العرض والطلب وذلك حسب المعلومات المتوفرة لدى المستثمر سواء هذه المعلومات كانت على شكل قوائم مالية أو معلومات صادرة عن وسائل الأعلام أو السجل التاريخي لسعر الورقة المالية وذلك للوصول إلى إتخاذ قراره الاستثماري بالبيع أو الشراء، بمعنى آخر لو افترضنا ان النتائج والتحليل التي وصل اليها المستثمرين هي نتائج واحده من خلال تحليلهم لكان قرارهم الاستثماري واحد إما بيع وإما شراء أو عدم البيع أو عدم الشراء، أي ان النتائج التي يتوصل اليها المستثمرين تختلف من مستثمر الى آخر لذلك يكون قرارهم الاستثماري مختلف من

(1) الخضيري، محسن أحمد، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، ط2، دار ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة ، مصر ، ص 14+26. وانظر مطر، محمد ،**إدارة الإستثمارات**، مرجع سابق ،ص 142.



مستثمر إلى آخر، لذلك يقصـد بكفاءة سـوق الأوراق المالية مدى توافر المعلومات اللازمة وبالوقت المناسـب للمسـتثمرين للتأكد أن الاسـعار السـائدة في السـوق للاوراق المالية تعكس الواقع الحقيقي للمعلومات وتكون في حالة توازن.

وتأسـيسـاً على ما سـبق يمكن تعريف كفاءة سـوق الأوراق المالية بأنها تلك السـوق التي يعكس فيه سـعر الورقة المالية الصـادرة عن شـركة ما كافة المعلومات المتاحه والمتوفرة عنها والقرارات الادارية والإجراءات الحكومية، الأمر الذي يتتج عنه تسـاوي القيمة الحقيقة مع القيمة السـوقية للورقة المالية أو ما يعرف بالسـعر العادل أو القيمة العادلة.

المقومات الأساسية للسوق الكفء:

هناك مؤ شرين هامين يـصلح ا ستخدامهما كمقياس لكفاءة الـسوق المالي [1]، وهما:

الأول: الكفاءة الداخلية ويقصـد بها إنخفاض تكلفة التبادل في السـوق المالي، ويقـصد بها تكاليف الصفقات المالية، وأن يكون السوق قادراً على خلق توازن بين العرض والطلب، وتعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشـراً على وجود الكفاءة الداخلية للسوق المالي أو كفاءة التشغيل.

الثاني: الكفاءة الخارجية ويقصد بها سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة في السـوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون فاصـل زمني كبير، وألا يتكبدوا في سـبيلها تكاليف باهظة، وتعتبر هذه الخاصـية مؤشـر للكفاءة الخارجية للسوق المالي أو كفاءة التسعير.

1 مطر، محمد(1999)، "إدارة الاسـتثمار الإطار النظري والتطبيقات العملية"، مؤسـسـة الوراق للنشـر والتوزيع، عمان- الأردن، ص141-143.



ويتضـــح مما ســبق ان ســعر الورقة المالية يتحد بناء على المعلومات الوارده الى الســوق، بحيث تعكس المعلومات على شــكل عرض وطلب، حســب نوع المعلومة ســواء كانت ايجابية عن الشــركة المصــدرة للورقة المالية او ســلبية، وفي حال كانت المعلومة ايجابية ســوف تنعكس بشــكل طلب على الورقة المالية ، أما في حال كانت ســلبية فســوف تنعكس بشــكل عرض داخل الســوق، ويختلف تفســير المعلومة من مستثمر الى الى آخر.

ولكي تتحقق كفاءة السوق لا بد من توفر مجموعة من الشروط من أهمها:

1- أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، ولكي يتحقق هذا الشرط لا بد من توفر عدد كبير من المتعاملين الذين تتوفر لديهم الرغبة في البيع والشــراء، وعدم وجود موانع تحد من دخولهم في الاســتثمار وخروجهم منه، وذلك بهدف تقليل فرص الاحتكار، وعند تحقق هذا الشــرط يتوفر للســوق المالي خاصــيتي العمق والاتســاع، وكذلك يتوفر شــرط المنافســة وتكون التقلبات الحادثة في أســعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضــعة لعوامل الطلب والعرض، بالإضــافة إلى إمكانية اســتيعاب الســوق عدداً كبيراً من الأسهم دون التأثير على سعر السهم بشكل كبير.

2- أن يتوفر في الســوق خاصــية الســيولة، ويقصــد بالســيولة: إمكانية قيام المســتثمر ببيع الأوراق المالية بالتكلفة والســرعة المناســبتين، وعندما تتوفر خاصية السيولة يتوفر للسوق خاصية إستمرارية الأسعار السائدة في الســـوق والتي تخفض من احتمال حدوث تقلبات مفاجأة في الأســـعار، حيث تعتبر إستمرارية الأسعار أحد المكونات الرئيسة للسيولة، والمقصود إستمرارية الأسعار أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار.



3- أن يتوفر للمستثمر معلومات دقيقة حول الأسعار وحجم عمليات التبادل التي تتم في السوق، بالإ ضافة إلى المؤ شرات المختلفة للسوق، وأن تكون هذه المعلومات متاحة للجميع وذلك من خلال توفر قنوات اتصال فعالة.
4- أن تكون المعاملات قد تمت وفق إجراءات وقوانين ولوائح محكمة وغير معقدة، وبعيدة عن التحيز، وذلك من خلال تكوين هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق، وأن تكون هذه اللجنة محايدة ومكونة من أفراد ذوي خبرة وكفاءة عالية.
5- توفر الإمكانيات والتقنيات المتطورة لتسيير عملية التداول في السوق، وعرض أوامر تنفيذ الصفقات بالإضافة إلى وجود سماسرة وخبراء قادرين على تقديم النصح والإرشاد والخدمات للمتعاملين في سوق الأوراق المالية.

إن توفر المعلومات الكافيه بالوقت المنا سب لجميع المتعاملين بالسوق المالي من شأنه ان يعمل على توفير وترسيخ الثقة وزيادة الطمأنينة لدى المستثمرين والمتعاملين فى الأوراق المالية فضلاً عن إتاحة الفرصة لهم لاتخاذ قرار التعامل مع هذه الورقة أو تلك، ونظراً لأهمية المعلومات والتي تعتبر المحدد الرئيسي لسعر لورقة المالية، فانه يجب ان نوضح طبيعة المعلومات وأنواعها.

أنواع المعلومات التي تعكس أسعار الورقة المالية :

يعتبر توفر المعلومات في الكافية والوقت المناسب من أهم العنا صر التي تساهم في زيادة جاذبية الأسواق المالية، حيث تساعد المعلومات المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بطريقة أفضل وأكثر سهولة وكفاءة، ومن أهم الخصائص التي يجب أن تتوفر في هذه المعلومات هي الحصول عليها بسهولة وسرعة وبنفس الوقت للجميع (الشفافية)، وكذلك يجب أن يتم إعداد وعرض هذه المعلومات بطريقة تسهل قراءتها وفهمها بالاضافة إلى إمكانية مقارنة هذه المعلومات بين الشركات



المدرجة في نفس السوق المالي، بالاضافة إلى مقارنتها مع المعلومات المقدمة من الأسواق المالية الأخرى، ويمكن تقسيم المعلومات التي تنعكس على أسعار الأوراق المالية كما يلي[1]:

1- المعلومات تاريخية : وهي المعلومات التي انعكست بالفعل على اسعار الأوراق المالية وعلى حجم التداول وأسعار الأسهم وتصنيفها.

2- المعلومات الحالية: وهي المعلومات الحالية والافصاحات الدورية وتشمل القوائم المالية وقائمة الارباح والخسائر والتفقات النقدية الداخلة والخارجة، ونسبة الارباح التي يتم توزيعها حالياً والقرارات الادارية ومعلومات عن الوضع الإقتصادي للدولة والسياسة المالية والسياسة النقدية وبعض الاحصائيات مثل معدل معدل البطالة وخدمة الدين العام واسعار الفوائد.

3- المعلومات مستقبلية: وهي المعلومات المتوقع حدوثها في المستقبل ويقوم بتحليلها المهتمين والمستثمرين وبناء توقعات مستقبلية لا سعار الأوراق المالية لبناء قرارهم الاستثماري اما بالبيع او الشراء.

مصادر الحصول على المعلومات:

تتنوع مصادر الحصول على المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة والمتاحة للتداول والتي تهم كافة المستثمرين لبناء قرارهم الإستثماري، وبالتالي يمكن تحديد أهم مصادر المعلومات والبيانات كما يلي:

1- التقارير السنوية والنصف سنوية والربعية الصادرة عن الشركات نفسها والتي ملزمة بنشرها والافصاح عنها بتواريخ محدده.

1 سلطان، مونية، (2015)، **كفاءة الأسواق المالية**، أطروحة دكتوراة، العلوم الإقتصادية، بسكرة، الجزائر، ص 97.



2- الصحف والمجلات سواء كانت ورقية أو عبر وسائل التواصل الاجتماعي كالفيسبوك وتويتر.

3- القنوات المتلفزة والتي تهتم بالأوضاع الإقتصادية والجوانب المالية .

وعند الحصول على المعلومات سوف يقوم المستثمرين والمهتمين في مجال الاستثمار في الأوراق المالية بتحليلها ومن ثم بناء القرار الاستثماري في ضوء النتائج التي توصل لها بناء على تحليل المعلومات.

مستويات كفاءة السوق

نتيجة للتقسيم السابق أعلاة لأنواع المعلومات يمكن تصنيف كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاثة أنواع وهي:

أولا: أسوق ضعيفة الكفاءة : The Weak Form Efficient

يفترض هذا المستوى من الكفاءة أن أسعار الأسهم الحالية السائدة في السوق تعكس كل المعلومات التاريخية التي تتعلق بأسعار الأسهم وأحجام التداول التي جرت في الماضي مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى، أي ان المستثمر لن يكون قادراً على تحقيق أرباح غير اعتيادية من جراء تحليل هذه المعلومات, طالما إن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات للمتعاملين في السوق عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) وهذه المعلومات متاحة وشائعة للجميع Publicly Available لتحققها في تاريخ سابق , وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة لذلك لا يوجد احد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائد استثنائي لأن هذه المعلومات متوفرة لدى أغلب المتعاملين في سوق الأوراق المالية ولذلك لا يمكن الاعتماد عليها لأغراض التنبؤ[1] .

(1) هندي، منير (2002) "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مصر، منشأة المعارف بالإسكندرية، ص503-506.



ثانيا: أســواق متوســطة الكفاءة : The Semi- Strong Form Efficient

يفترض هذا المستوى بأن أسعار الأوراق المالية في الحالية السائدة في السوق لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك المعلومات العامة المتاحة، وبمعنى آخر أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وبدقة للمعلومات العامة عن الأسهم، وهذه المعلومات تتضمن المعلومات التاريخية والمعلومات العامة مثل: القوائم المالية والعوائد والتقارير الســنوية والربع ســنوية وإعلانات توزيع الأرباح، وفي ظل هذه الكفاءة لا يســتطيع المســتثمر أن يتبع اســتراتيجية نتيجة لاستخدامه لتلك المعلومات للحصول على أرباح غير مبررة على حساب الآخرين، فإذا تمكن من تحقيق أرباح غير مبررة فإن السوق يكون غير فعال على ذلك المستوى .(1)

ثالثا: أسواق عالية الكفاءة: The Strong Form Efficient

يفترض هذا المستوى بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصــة أي المعلومات المنشــورة المتاحة للجمهور إضــافة لتلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة دون غيرها مثل إدارة الشــركة والملاك الأساسيين وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها الخبرة والمهارة العالية وباختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته وفي ظل هذه الظروف من المســتحيل على أي مســتثمر أن يحقق أرباحاً غير مبررة بصفة اعتيادية حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق .

---

(1) حنفي، عبد الغفار (2003م). "**بورصـــة الأوراق المالية أســهم- ســندات- وثائق الإســتثمارات- الخيارات**"، دار الجامعة الجديدة للنشر، ص178- 180.



أنواع القرارات الاستثمارية

يُعتبر القرار الاستثماري الخطوة الأولى للمفاضلة بين البدائل المتاحة للاستثمار، وهو يهدف ال غايتين أ سا سيتين الأولى تحقيق الربح والمنفعه والثاني تجنب الخسائر أو تقليلها ، لذلك يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قراره الاستثماري، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الا ستثمارية من جهة في الـسوق (البور صة) ، وقيمتها الحقيقة العادلة من جهة أخرى، وتندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع من القرارات حسب ظروفه وظروف السوق كما يلي[1] :

الأول : قرار الشراء :

وهو ذلك القرار الاستثماري الذي يتخذه المستثمر عندما يرى بأن قيمة الأداة الاستثمارية المتداولة في السوق (البورصة) ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها الـسوقي، أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي (س) أقل من قيمة الأداة الاستثمارية (ق) وذلك كما يراها المستثمر أي (س >ق)، مما يولد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة الاستثمارية بهدف وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلًا أي الفرق بين سعر الشراء والبيع للاداة الاستثمارية) ، يترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في الـسوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

الثاني: قرار عدم التداول:

وهو القرار الا ستثماري الذي يتخذه المستثمر بعدم الشراء وعدم البيع وذلك عندما يرى ان القيمة الـسوقية للورقة المالية أو الأ صل المالي تـساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان

---

(1) حافظ، عبد الناصر وآخرون (2013)، **قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها، مجلة دراسات ومحاسبية مالية** ، العراق، جامعة بغداد، العدد 22، المجلد 8، ص 232.

لديهم حوافز الشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضًا التوقف عن البيع، فيكون للقرار الاســتثماري في هذه الحالة هو عدم التداول حيث (السعر السوقي = قيمة الاداة الا ستثمارية) لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تلتقي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية ، كما تلتقي لديه أيضاً ولو مؤقتًا المخاطر من انخفاض الســعر في المســتقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

الثالث: قرار البيع:

وهو القرار الا ستثماري الذي يتخذه المستثمر عندما يرى بأن الـسعر الـسوقي للا صل المالي أو الاداة الا ستثمارية اكبر من القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة وذلك بعد حالة التوازن التي تمر في الـسوق عندما يتـساوى الـسعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذجه الخاص بالقرار، أي مســتثمر يرى بأن (الســعر الســوقي) في تلك اللحظة مازال أقل من (القيمة الحالية) مما يتطلب منه سعرًا جديدًا لتلك الأداة يزيد عن (الســعر الســوقي) وهكذا يرتفع الســعر عن القيمة الحالية للاداة المالية الا ستثمارية (السعر السوقي > القيمة الحالية) مولدا بالتالي حافزاً لدى غيره من المستثمرين للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار بيع، وذلك يخلق ظرفاً جديدًا في السوق والا سعار ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يكون فيه المعروض من الأداة الاســتثمارية أكثر من الطلب عليها فيتجه الســعر الســوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

الأوامر الخاصة في عمليات تداول الأوراق المالية

يمكن تعريف الأوامر الصــادرة من المســتثمر أو العميل للوســيط المالي المنفذ للأمر بأنها القرار الاستثماري الصادر من العميل للوسيط المالي بهدف شراء أو بيع الأوراق المالية (محل الصــفقة)، بمعنى آخر أنها الاعلان عن رغبة العميل بشــراء أو



بيع الأوراق المالية وهي بمثابة تفويض أو وكالة من العميل أو صــا مالك الأوراق المالية للوسط المالي (شركة الوساطة) تخولها بالتصرف بهذه الأوراق المالية حسب الأمر الوارد اليها، وعرفته بورصة عمان على انه الأمر الذي يرسله الوسيط المالي الى نظام التداول لشــراء أو بيع ورقة مالية معينة لصــالح عميله او لصــالح محفظته، ويتضمن الكمية المراد بيعها أو شراؤها والسعر والوقت ونوع الورقة المالية.

لذلك ينبغي على المســتثمرين قبل البدء في العملية الاســتثمارية في البورصــة أو الأسواق المالية وقبل إتخاذ القرارات الاستثمارية سواء كانت قرارات بيع أو قرارات شــراء أن يتعرفوا على مجموعة من الأوامر المختلفة، والتي من شــأنها أن تســاعد على تحقيق الأهداف الآتية :

1. بيان ما يرغبة المستثمر في توضيح قراره الاستثماري بحيث لا يسيء فهمها من قبل الوسيط المالي المُنفذ للأمر، خاصة وان تنفيذ الأمر بشكل خاطىء لا يمكن تصــحيحه بســهوله إذا تم تنفيذه ، وحتى وان تم تصــحيحه فإنه يترتب عليه كُلف إضافية متمثله في عمولات السوق والوسيط المنفذ.
2. مساعدة الوسيط المالي المنفذ لأوامر المستثمر بتنفيذها بدقة عالية .
3. إختصار الوقت لتنفيذ الأمر وخاصة إذا ما علم ان المدة الزمنية بين إعطاء الأمر وتنفيذه مهم جداً في عالم الأسواق المالية.

وتكون هذه الأوامر على مجموعة من الأشكال مثل الاتصال الهاتفي المباشر، الفاكس، البريد الاالكتروني أو شفهياً اذا كان العميل موجود بمقر الشركة (الوسيط المالي)، أو تفويضاً خطياً، أو غيرها من الوسائل التي تُثبت قيام العميل بإعطاء الامر للوسيط المالي للتنفيذ(1).

(1) رضــوان، سمير عبد الحميد (2009). **أســواق الأوراق المالية**، ط1 ، دار النشــر للجامعات, مصــر، القاهرة،. ص 115. وانظر حسن، غالب (2018)، **التداول الإلكتروني للاوراق المالية عبر الانترنت**، مجلة جامعة تكريت، الســنة 2، العدد العدد 3، المجلد 2، الجزء 2، العراق، جامعة تكريت للحقوق، ص 20.

أنواع الأوامر الصادرة من المستثمر:

تجب الاشـــارة الى ان الأوامر الصـــادرة من العميل للوســيط المالي لا تعني بالضــرورة انها نفذت وتم عكسـها على حسـابات العميل وذلك ربما أن الأسـعار المعروضــة والمطلوبة لا تتلائم مع بعضــها ، ومثال ذلك عميل يطلب من الوسـيط المالي بيع كمية من اسهمة على سعر دينارين للسهم فربما لا يكون هناك طلب على هذا السهم بنفس السعر المعروض، كما تجب الاشارة أيضاً الى ان الأمر الصادر من العميل (المستثمر) للوسيط المالي يتضمن ما يلي :

1- وقت التنفيذ (الصفقة).
2- كمية التنفيذ.
3- سعر التنفيذ.
4- نوع الورقة المالية.

حيث درجت العادة نتيجة للواقع العملي في أســواق رأس المال على تقســيم الأوامر إلى قسمين :

الأول : الأوامر المتعلقة بسعر الورقة المالية وتقسم الى :

1. أوامر صادرة بـ سعر محدد (Limit Orders) : وهو ذلك الأمر الذي يقوم المســتثمر أو العميل بتحديد سـعر الورقة المالية حسـب رغبته وقناعاته لتنفيذ تلك الصفقة، بمعنى اخر ان العميل يحدد سعر التنفيذ لعملية التداول ويكون مُلزماً للو سيط المالي بتنفيذه، فاذا كان الامر هو أمر شراء فان الو سيط ملزم بتنفيذ الأمر بنفس السـعر المحدد أو أقل، وفي حال كان أمر بيع فإن الوســيط ملزم بتنفيذ الأمر بسعر مساو له أو أكثر.

ومن مزايا الأوامر الصــادرة بســعر محدد أن العميل يكون على علم ودراية مســبقاً بالمبلغ الذي سيدفعة ثمناً للأسهم في حالة الشراء أو المبلغ الذي سيقبضه في حالة البيع.

أما من سـلبيات الأوامر الصـادرة بسـعر محدد هو صـعوبة تنفيذ الأمر من قبل الو سيط المالي في الـ سوق (البور صة) حتى لو كان الفرق بين الـ سعر المحدد و سعر



السوق ضئيل ، ومثال ذلك : لو اصدر عميل (مستثمر) أمر بيع 1000 سهم من شركة (X) بسعر محدد 3 دنانير للسهم وكان السعر السوقي المطلوب على هذا السهم 2،95 دينار فانه لا يمكن تنفيذه.

كما ويمكن تقسيم الأوامر الصادرة بسعر محدد كالآتي :

أ- الأمر بسعر افتتاح جلسة التداول: وهي الأوامر المرسله بناءً على تعليمات العميل أو المستثمر للوسيط المالي بشراء أو بيع ورقة مالية معينة بكمية محددة في حسابه في بداية جلسة التداول بسعر أول عملية نُفذت في جلسة التداول، وإذا لم يكن ممكناً تنفيذ الأمر عند افتتاح السوق، سيتم إلغاء الأمر، ومن أهم الاسباب التي تدفع المستثمرين لهذا النوع من الأوامر حدوث شيء بعد إغلاق السوق في يوم التداول السابق والذي من المتوقع أن يؤثر على سعر الافتتاح للسهم في يوم التداول التالي، وقد لا يتم تنفيذ الأمر عند افتتاح السوق بسعر الافتتاح للورقة المالية، ولكنه يجب أن يكون ضمن نطاق سعر الافتتاح، ويقوم عادة المستثمرون المضاربون – الذين يحتفظون بوقت قصير للورقة المالية- باصدار مثل هذا النوع الأوامر والذين يتمتعون بخبرات طويلة ويقومون بإجراء تحليل ودراسة لسعر الورقة المالية.

ب- الأمر بسعر الأغلاق أو الاقفال : وهي الأوامر المرسلة بناءً على تعليمات العميل أو المستثمر للوسيط المالي بشراء أو بيع ورقة مالية معينة بكمية محددة في حسابه بسعر آخر عملية تداول نُفذت في جلسة التداول على ورقة مالية معينة .

2. الأمر بسعر السوق (Market Order): يعتبر هذا النوع من الأوامر الأكثر شيوعا واستخداماً بين المتعاملين في الأوراق المالية في أسواق رأس المال، لأنه يصدر بتحديد الكمية ونوعية السهم وبسأفضل سعر سوقي ممكن تنفيذه. وعليه يمكن تعريفها على أنها الأوامر المرسلة بناءً على

تعليمات العميل أو المستثمر للو سيط المالي بشراء أو بيع ورقة مالية معينة بكمية محددة في حسابه على أفضل الأ سعار الموجودة على الطرف المقابل للورقة المالية بحيث يكون أفضل سعر معروض ومتوفر في حالة إرسال أمر شراء أو أفضل سعر مطلوب ومتوفر في حالة إرسال أمر بيع.

ومن مزايا هذا النوع من الأوامر سرعة التنفيذ، ومن سلبياته حدوث تغير مفاجيء في سعر الورقة المالية الأمر الذي قد يؤدي الى حدوث خسائر مالية للعميل.

ثانيا : الأوامر المتعلقة بالمد الزمنية لتنفيذ الصفقة :

حيث يكون عنصر الزمن في طبيعة هذا النوع من الأوامر هو الفيصل في تنفيذ الأمر أو عدم تنفيذه، وقد تكون مدة الأمر يوماً واحداً أو أسبوعا أو شهراً و مفتوحاً، وفي حال عدم قدرة الوسيط المالي على التنفيذ تُعتبر هذه الأوامر ملغية، ويمكن تقسيم هذا النوع من الأوامر الى ما يلي:

1- أوامر محدد فيها المدة الزمنية : وهي الأوامر التي يقوم المستثمر أو العميل بتحديد المدة الزمنية لتنفيذ الصفقة على ورقة مالية محدده سواء كانت بيع أم شراء، واذا انتهت تلك المدة الزمنية يعتبلار هذا الأمر لاغياً، وعلى الوسيط المالي أن يخطر العميل في حال الفشل في تنفيذ الأمر.

2- الأوامر المفتوحة المدة : وهي الأوامر التي يرسلها العميل أو المستثمر للوسيط المالي دون تحديد المدة الزمنية للتنفيذ حيث يستمر سريان هذا النوع من الأوامر حتى تلغى من قبل العميل أو يقوم الو سيط المالي بتنفيذ هذا الأمر بالفعل ، وعلى الوسيط المالي أن يخطر العميل في حال الفشل في تنفيذ الأمر.



ثالثا : الأوامر الخاصة : هناك مجموعة من الأوامر درجت أيضا من خلال الممارسات الفعلية في أسواق رأس المال وهي:

1- أوامر الإيقاف stop orders: وهي الأوامر المرسلة من العميل أو المستثمر للوسيط المالي بتنفيذ صفقة معينة من خلال أمر الايقاف، حيث لا ينفذ هذا الأمر إلا إذا بلغ السوق سعراً معينا أو تعداه، ففي حالة الشراء يلزم الوسيط المالي بالشراء إذا بلغ السعر مستوى محدد أو تجاوزه (مع توقع ارتفاعه أكثر) stop–buy order، أما في حالة البيع يلزم السمسار بالبيع عند سعر محدد أو أقل منه (خوفاً من هبوط أكبر) stop–loss orders.

2- أوامر الإيقاف المحددة stop–limited order : وهي الأوامر المرسلة من العميل أو المستثمر للوسيط المالي لتنفيذ صفقة على ورقة مالية معينة ، ففي حالة الشراء يحدد سعراً يتم الشراء عندما يصل السعر له ويتجاوزه لكنه يضع حداً أعلى يتوجب على الوسيط المالي التوقف عن الشراء عنده, كذلك الأمر بالنسبة لحالة البيع فإنه يتم تحديد سعر يتوجب على الو سيط المالي البيع عند و صول السعر له وتجاوزه نزولاً ويتم تحديد سعر أدنى من ذلك كحد يجب التوقف عن البيع عنده.

3- أوامر التنفيذ حسب ا لحال أو الأوامر التقدير ية discretionary orders: وهي الأوامر المرسلة من العميل أو المستثمر للوسيط المالي لتنفيذ صفقة على ورقة مالية معينة مع اعطاء الو سيط المالي حرية التنفيذ أو عدم التنفيذ سواء بسعر الورقة المالية أو المدة الزمنية مع مراعاة مصلحة العميل أو المستثمر.

رابعا: الأوامر التي تجمع بين سعر التنفيذ والمدة الزمنية:



1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة محددة: وهي الأوامر المرسلة من العميل أو المستثمر للوسيط المالي لتنفيذ صفقة معينة ضمن سعر محدد للورقة المالية للتنفيذ ويشترط التنفيذ خلال فترة زمنية محددة معينة وفي حال انقضاء تلك الفترة يعتبر الأمر لاغياً.

2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: وهي الأوامر المرسلة من العميل أو المستثمر للوسيط المالي لتنفيذ صفقة معينة ضمن سعر محدد للورقة المالية للتنفيذ ولا يحدد فترة معينة للتنفيذ لكن يشترط تنفيذ الصفقة عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد أو أفضل منه.

عمليات سوق الأوراق المالية

ينقسم التعامل والتداول واتمام الصفقات والعقود المالية في سوق الأوراق المالية (البورصة) إلى قسمين هما: صفقات تتم عن طريق العقود العاجلة وصفقات تتم عن طريق العقود الآجلة.

الصفقات التي تتم عن طريق العقود العاجلة وأنواعها :

تعريف العقود العاجلة:

وهي العقود التي تتم في أسواق البيع الحاضرة وتكون غير قابله للرجوع عن تنفيذها وفيها يتم تسليم الثمن (المال) من قبل المشتري وتسليم المثمن (الأسهم) حالاً ودون تأجيل من قبل البائع، وفيها يلتزم المتعاقدان بتسليم الأسهم وثمنها في الحال من خلال شركة وساطة مالية مرخصة تعمل في البورصة[1]، ويسعى من خلالها المتعاملين في البورصة من العمليات العاجلة إلى تحقيق نوعين من الأرباح:

1- أرباح إيرادية من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة من أرباحها عند عملية التوزيع.

(1) بدوي، سيد طه(2007). عمليات بورصة الأوراق المالية دراسة مقارنة بين التشريع المصري والفرنسي ، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول : أسواق الأوراق المالية والبورصات،** للفترة 6-8-اذار، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات، ص 6.



2- أرباح رأسمالية من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار بين سعر الشراء وسعر البيع.

أنواع الصفقات التي تتم عن طريق العمليات العاجلة

يمكن تقسيم الصفقات التي تتم في الأسواق المالية عن طريق العقود العاجلة الى ثلاثة أنواع رئيسية:

النوع الأول: الشراء بكامل الثمن:

أحد أنواع تسديد قيمة الصفقات التي تتم عن طريق العمليات العاجلة، وذلك بقيام المشتري مباشرة أو خلال مدة زمنية محدده غالباً لا تتجاوز 48 ساعة أو يومان عمل وينص تطبيق نظام "T+2" للتسوية على إعطاء المستثمر يومين لتسوية الصفقة، بتسديد الثمن كاملاً للبائع مقابل الأصول المالية المشتراة مثل الأسهم والسندات والصكوك وغيرها من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، من ماله الخاص به، واستلام الأصول المالية المشتراة، حيث تحدد الأسعار من خلال آليات السوق بالعرض والطلب(1).

النوع الثاني: الشراء عن طريق التمويل على الهامش (Trading on the Margin):

يعتبر التمويل على الهامش أحد أنواع تسديد قيمة الصفقات التي تتم عن طريق العمليات العاجلة التي تتم في سوق الأوراق المالية وهو من أساليب التسديد النقدي الجزئي، وقد درج الإقتصاديون على اطلاق العديد من الأسماء على هذا النوع من التمويل رغم عدم وجود إختلاف في المعنى ومنها: الشراء الهامشي(2)، والتعامل

(1) صوالحي، يونس، وآخرون(2014). المضاربة الإسلامية والمضاربة الربوية في البورصة وأثرهما الاقتصادي، **مجلة العدل**، العدد 65، وزارة العدل، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 263.

(2) هندي، منير (2006).**أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية**،ط 2،دار مشأة المعارف للنشر والتوزيع،الاسكندرية، مصر، ص 69.



بالهامش[1]، والاتجار بالهامش[2]، والشراء الحدي[3]، والتمويل على الهامش[4]، أو الشراء بالحد[5].

ويمكن تعريف الشراء عن طريق الهامش بأنه" ذلك المبلغ الذي يملكه المستثمر، ويقرر استثماره كجزء من كامل مبلغ يرغب في استثماره، حيث سيقوم باقتراض باقي المبلغ الذي يحتاجه من المؤسسات التمويلية أو البنوك"[6]، وفي تعريف آخر " قيام الوسيط المالي بتمويل جزء من قيمة الأوراق المالية في حساب التمويل على الهامش بضمانة الأوراق المالية في ذلك الحساب"[7].

لذلك فإن المتاجرة بالهامش تتضمن عمليات البيع والشراء التي تتم عن طريق نوع خاص من الحسابات والتي تستدعي قيام العميل بدفع نسبة محددة قد تكون أوراقاً مالية أو مبلغاً نقدياً للوسيط المالي من قيمة الصفقة وهذه النسبة تكون محدده من إدارة السوق(البورصة) وتودع في حساب العميل لدى السمسار أو الوسيط المالي الذي يتعامل معه العميل، حيث يقوم الوسيط المالي بدفع قيمة باقي الصفقة المشتراه بموجب قرض يقدمه للعميل مقابل الحصول على فائدة محددة تكون عادة

---

(1) البرواري، شعبان (2002).**بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي** ، ط 1، دار الفكر المعاصر، بيروت، لبنان،، ص 250.

(2) الشريف،حمزة حسين(2006). **الأحكام الشرعية لتجارة الهامش**، مجمع الفقة الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة 18، للفترة 8-12-ابريل، ص 7.

(3) بلول، مختار محمد(1992). **الأسهم والسندات**،ط 2، دار نشر المكتب المصري الحديث، القاهرة، مصر، ص 328.

(4) هيئة الأوراق المالية، (2006).**تعليمات التمويل على الهامش**،الصادر عن مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، عمان، الأردن، المادة 3، الموقع الإلكتروني http://www.jsc.gov.jo، تاريخ التصفح 9/ 7/ 2015.

(5) هارون، (**أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات**) مرجع سابق، ص 242.

(6) حردان، طاهر حيدر(1997).**مبادئ الاستثمار**، ط 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن،ص 49.

(7) هيئة الأوراق المالية، (2018).**تعليمات التمويل على الهامش**، مرجع سابق، ص 1.

أعلى من الفائدة التي حصل عليها السمسار أوالوسيط المالي من البنك ليقوم باقراضها للعميل بسعر أعلى فضلاً عن الخدمات والعمولات التي يتقاضاها السمسار أو الوسيط المالي، وبضمانة الأوراق المالية الموجوده لدى السمسار[1].

وتأسيساً على ما سبق فإن الو سطاء الماليين والمرخصين من قبل هيئة الأوراق المالية أو لجنة إدارة السوق والتي تقدم لعملائها التمويل على الهامش تحدد دائماً نسبة فائدة مرتفعة تصل أحياناً إلى 20٪ من قيمة القرض الممنوح وتحسب يومياً ويتم تقيدها على حساب العميل شهرياً، تفوق نسبة الفائدة الممنوحة على القروض من قبل البنوك التجارية، بالإ ضافة إلى أنها تشترط حجم تداول[2] - بيع و شراء- معين لا يقل عن قيمة محددة حتى تستطيع أن تأخذ عمولات ناتجة عن عملية البيع والشراء، وهناك بعض الوسطاء الماليين يقدمون قروض لعملائهم دون آخذ أي نسبة فائدة على تلك القروض لكنه يشترط بموجب العقد المبرم بينهم (العميل وشركة الوساطة) بأن يتجاوز العميل حجم تداوله قيمه محدده وبالتالي إن بلغت العمولات الشهرية مبلغ أعلى من قيمة الفوائد يتم إعفاء العميل من الفائدة، [3].

ومن الناحية العملية يمارس المستثمر عملية الشراء بالهامش من خلال تغطيته جزء من تكلفة الشراء نقداً، ويغطي ما تبقى من خلال الحصول على قرض من الوسيط المالي بموجب اتفاقية تبرم بين الطرفين (العميل، الوسيط المالي)، يسمى القرض الذي حصل عليه المستثمر بالر صيد المدين (Debt Balance) وتحسب

---

(1) دنيا، شوقي أحمد(2006).**المتاجرة بالهامش**، مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة الثامنة عشر، الفترة 8-12 أبريل، مكة المكرمة، السعودية ، ص 5-6.

(2) **حجم تداول أ سهم الشركة** : وهي عبارة عن مجموع عمليات شراء وبيع الأوراق المالية في البور صة لأسهم تلك الشركة ويمكن حساب حجم تداول أسهم الشركة من خلال ما يلي: حجم تداول أسهم الشركة = عدد الأ سهم المتداولة × سعر السهم السوقي لحظة تنفيذ الصفقة، راجع الموقع الرسمي لبورصة عمان.

(3) هذا من خبرة الباحث في مجال الأسواق المالية، حيث أنه يعمل **رئيس قسم التفتيش** في هيئة الأوراق المالية الأردنية والتي يندرج تحتها القيام بالتفتيش على أعمال واتفاقيات التمويل على الهامش.



له فائدة، بالاضافة الى عمولات شركة الوساطة المالية وضمان القرض هي الأوراق المالية محل عملية الشراء الهامشي.

ويسمى المبلغ الذي يدفعة العميل أو المستثمر في بداية التعامل بالهامش الأولي وعادة ما تكون نسبته محدده من قبل الجهات الرقابية في اسواق رأس المال وإدارة الأسواق، وقد نصت اللوائح التنظيمية على نسبة الهامش الأولي في بورصة عمان ان لا تقل عن 50٪ من قيمة الصفقة، وان لا يقل مبلغ الهامش الأولي عن 5000 دينار، وان لا تقل نسبة هامش الصيانة أو الوقاية عن 20٪.

ويمكن تعريف نسبة الهامش الأولي أو المبدئي بأنه نسبة مساهمة العميل في تمويل الصفقة مكان الشراء عند كل عملية شراء والتي يجب أن لا تقل عن نسبة محدده تحددها إدارة السوق المالي.

ويمكن تعريف نسبة هامش الصيانة أو الوقاية على انها نسبة مساهمة العميل في الصفقة بعد عملية الشراء والتي يجب ان لاتقل في اي وقت من الاوقات عن النسبة التي حددتها إدارة السوق.



ولتوضيح ذلك نفترض المثال التالي:

قرر مستثمر شراء 1000 سهم من أسهم البنك العربي بسعر 10 دنانير لكل سهم عن طريق الشراء الهامشي بتاريخ 1/ 1/ 2019 وبسعر فائده نفرض انها صفر، هذا يعني ان المبلغ المطلوب كامل لتنفيذ الصـــفقه ســـيكون (10،000) دينار (1000*10).

واذا افترضنا ان نسبة الهامش الاولي 50٪ فهذا يعني انه يتوجب على العميل دفع مبلغ 5000 دينار.

مبلغ الهامش الاولي = 50٪ * القيمة السوقية للمحفظة عند الشراء

10000 -5000 = 5000 دينار

هذا يعني انه يتوجب على العميل دفع مبلغ 5000 دينار وان يقوم الوســـيط المالي باقراض العميل مبلغ 5000 دينار لاتمام الصفقة والبالغه 10000 دينار.

نفترض السينوريوهات الآتية:

السيناريو الأول: ارتفاع سعر السهم:

نفرض ان سعر السهم للبنك العربي ارتفع ليصبح 11 دينار ماذا يترتب في هذه الحالة للعميل وعلى الوسيط المالي؟

هنا نحسب مبلغ مساهمة العميل الجديدة في ظل الاسعار الجديده من خلال المعادلة الاتية:

مبلغ مســاهمة العميل = القيمة الســوقية للمحفظة – رصــيد العميل (القرض) – الفوائد المستحقة

مبلغ مساهمة العميل = 11000 – 5000- صفر = 6000 دينار.

بمعنى انه وفي ظل ارتفاع السعر السوقي للسهم ارتفع مبلغ مساهمة العميل من 5000 دينار الى 6000 دينار ويمكن حسابها كنسبة كالاتي:

نسبة هامش الصيانة = القيمة السوقية – القرض – الفائدة / القيمة السوقية

= 11000 -5000 - صفر / 11000 = 55٪

هذا معناه ان نسبة مساهمة العميل في تلك الصفقة اصبحت 55٪ وهنا يترتب للعميل حقوق على الوسيط المالي كون ان النسبة اكثر من 50٪ وهي :

1- امكانية شراء المزيد من الأوراق المالية ضمن المعادلة الاتية :

قيمة القوة الشرائية = (مبلغ مساهمة العميل/ نسبة الهامش الاولي) – القيمة السوقية للأوراق المالية

= (6000/ 50٪) - 11000 = 1000 دينار

هذا معناه ان بامكان العميل شراء اوراق مالية اخرى بقيمة 1000 دينار .

نلاحظ ان القمية الجديده لشراء الأوراق المالية الجديده تعيد نسبة مساهمة العميل الى 50٪، ولنفرض انه قام بالشراء بمبلغ 1000 دينار ، أي ان الوسيط المالي ملزم بتقديم قرض اخر بقيمة 1000 دينار ليصبح مجموع القرض 5000 + 1000 = 6000 دينار وعند تطبيق نسبة هامش الصيانة اعلاه تصبح نسبتة =

12000 ــ 6000 ــ صفر / 12000 = 50٪

2- امكانية السحب النقدي للعميل ضمن المعادلة الآتية :



إمكانية السحب النقدي للعميل = مبلغ مساهمة العميل – (نسبة الهامش الاولي *القيمة السوقية للأوراق المالية).
مبلغ مساهمة العميل = القيمة السوقية للمحفظة – رصيد العميل- الفوائد المستحقة.

مبلغ مساهمة العميل = 11000 - 5000- صفر = 6000 دينار

إمكانية السحب النقدي للعميل = 6000 ـــ (50٪ * 11000).

إمكانية السحب النقدي للعميل = 6000 ـــ 5500 = 500 دينار
هذا معناه انه بامكان العميل أن يسحب نقداً من حساب التمويل على الهامش الخاص به في ظل المعطيات السابقة ما قيمته 500 دينار، تضاف على القرض السابق الذي اخذه من الوسيط المالي.

وعند خصم المبلغ من حسابة تكون نسبة مساهمته 50٪ فقط وذلك كتالي:

نسبة هامش الصيانة = (القيمة السوقية – القرض – الفائدة) / القيمة السوقية

نسبة هامش الصيانة = (11000 ـ 5500 - صفر) / 11000

نسبة هامش الصيانة = 50٪.



السيناريو الثاني: انخفاض سعر السهم: علماً بأن الحد الادنى لهامش الصيانة الذي حددته إدارة السـوق (الجهات الرقابية) يجب ان لايقل عن 25٪ في اي وقت من الاوقات.

نفرض ان سعر السهم للبنك العربي انخفض ليصبح 9 دينار لكل سهم ماذا يترتب في هذه الحالة على العميل والوسيط المالي؟

هنا تصبح القيمة السوقية للاوراق المالية 9* 1000= 9000 دينار

نسبة هامش الصيانة = 9000 ــ 5000 ــ صفر = 44٪

9000

في هذه الحالة لا يترتب لا حقوق للعميل ولا واجبات على الوسيط المالي كون ان النسبة ما بين 25٪ واقل من 50٪.

السيناريو الثالث: انخفاض سعر السهم: علماً بن الحد الادنى لهامش الصيانة الذي حددته إدارة السوق يجب ان لايقل عن 25٪ في اي وقت من الاوقات.

نفرض ان سعر السهم للبنك العربي انخفض ليصبح 6 دينار لكل سهم ماذا يترتب في هذه الحالة على العميل والوسيط المالي؟

هنا تصبح القيمة السوقية للاوراق المالية 6* 1000= 6000 دينار

نسبة هامش الصيانة = 6000 ــ 5000 ــ صفر = 17٪

6000

في حال انخفاض نسبة هامش الصيانة عن الحد الادنى الذي حددته إدارة السوق المالي وهي اقل من 25٪ يترتب على العميل واجبات وحقوق للوسيط المالي كالاتي:

تشير معظم اللوائح والأنظمة والقوانين انه في حال انخفاض نسبة هامش الصيانة عن الحد الادنى المقرر من إدارة السوق يتوجب على العميل رفع هذه النسبة خلال



يومي عمل من اليوم التالي لتاريخ الإنخفاض، ويتم رفع النسبة من قبل العميل من خلال الطرق الاتية :

1- قيام العميل بالدفع النقدي لتسديد جزء من قيمة القرض بحيث تُعيد النسبة الى 25٪ (الحد الادنى) من خلال المعادلة الاتية :

الإيداع النقدي = (نسبة هامش الصيانة * القيمة السوقية للأوراق المالية) – مبلغ مساهمة العميل.

الإيداع النقدي = (25٪ * 6000) ـــ 1000 دينار = 500 دينار.هذا يعني انه يتوجب على العميل تسديد جزء من قيمة القرض بمقدار 500 دينار لتعيد النسبة الى 25٪ ، ولنفرض ان العميل دفع هذا المبلغ وعند تطبيق معادلة نسبة هامش الصيانة تصبح النسبة

نسبة هامش الصيانة = (6000 ـ 4500 ـ صفر) / 6000 = 25٪.

2- إمكانية إيداع الأوراق المالية لتحسين نسبة هامش الصيانة لها من خلال المعادلة الاتية :

قيمة الأوراق المالية المودعة المطلوبة = (رصيد العميل / 1- نسبة هامش الصيانة) – القيمة السوقية للأوراق المالية.

قيمة الأوراق المالية المودعة المطلوبة = (5000/ 1- 25٪) ـ 6000.

قيمة الأوراق المالية المودعة المطلوبة = 667 دينار.

3- البيع المطلوب: يحق للوسيط المالي خلال يومي عمل من اليوم اللاحق لتاريخ انخفاض نسبة هامش الصيانة لحساب العميل في حال عدم قيام العميل برفع النسبة من خلال الطرق السابقة ان يقوم بعمليات بيع لمحفظة



العميل دون الحصول على تفاويض مسبقة منه، ويكون مقدار البيع بالكمية التي تعيد نسـبة هامش الصـيانة الى الحد الادنى المطلوب وهو في مثالنا هذا 25٪، وذلك من خلال المعادلة الآتية :

البيع المطلوب (تسييل جزء من المحفظة)= القيمة السوقية – (مساهمة العميل / نسبة هامش الصيانة).

البيع المطلوب (تسييل جزء من المحفظة)= 6000 ــ (1000/ 25٪).

البيع المطلوب (تسييل جزء من المحفظة)= 2000 دينار.

وعند حساب نسبة هامش الصيانة الجديد تصبح النسبة كالاتي:

نسبة هامش الصيانة = 4000 ــ 3000 ــ صفر = 25٪.

4000

ونلاحظ انه في حالة البيع تكون حصة البيع للوسيط المالي هي تسديداً للقرض.

أهمية التمويل على الهامش :

يعتبر التمويل على الهامش مصدراً مهماً لضخ وزيادة السيولة في الأسواق المالية من خلال توفير النقد والسـيولة للمسـتثمرين لتمويل جزء من صـفقاتهم، ويمكن إبراز تلك الأهمية كالاتي:

1- تنظيم العلاقة المالية بين العميل والوسيط المالي ضمن إطار يحقق حماية الطرفين (العميل والوســيط المالي) وحماية المتعاملين في ســوق رأس المال:

- حيث يتم السماح للعميل بالحصول على تسهيلات بضمانة الأوراق المالية مع بقائها مملوكة باسمه.
- تعتبر حماية للوســيط للمالي الذي يقوم بتقديم التســهيلات المالية للعميل وذلك من خلال السماح للو سيط المالي ببيع الأوراق المالية الخاصــة بعميله الحاصــل على التمويل عند انخفاض قيمة الأوراق



المالية عن نسبة معينة (هامش الصيانة)، يتم تحديدها من قبل الهيئة أو إدارة السوق المالي والحصول على أمواله كاملة وذلك في حالة عدم قيام العميل بتغطية النقص في حسابه سواء بالإيداع النقدي أو بإيداع أوراق مالية مسموح بتمويلها على الهامش.

2- يعتبر التمويل على الهامش أداة تساهم في تنشيط التعامل وتطوير وتعميق سوق رأس المال وتحفيز المستثمرين بزيادة حجم ا ستثماراتهم نتيجة توفير سيولة إضافية لهم بضمانة الأوراق المالية التي سيتم شراؤها.

3- تعظيم الربح في حالة ازدهار الـسوق و سوف نو ضح ذلك من خلال مثال عملي بعد ابراز المخاطر المتعلقة به.

مخاطر التمويل على الهامش:-

على الرغم من أهمية التمويل على الهامش الا أنه لا يخلو من المخاطر المالية التي قد يواجهها المستثمر أو العميل عند الاعتماد على هذا الاسلوب لتمويل الصفقات وفيما يلي أبرز تلك المخاطر:

1- الأوراق المالية الممولة على الهامش تعتبر ضمانة للوسيط المالي الذي يمول على الهامش، وعند انخفاض نسبة هامش الصيانة في حساب العميل قد يضطر العميل لتغذية حسابه على الهامش عن طريق الإيداع النقدي أو إيداع أوراق مالية أخرى مسموح بتمويلها على الهامش خلال يومين عمل تبدأ من اليوم التالي لتاريخ انخفاض نسبة هامش الصيانة وذلك لرفع نسبة هامش الـ صيانة عند انخفا ضه عن الحد الـ مسموح به والذي يتم تحديده من قبل إدارة السوق المالي، وفي حال امتناع العميل أو عدم قدرته عن تغذية حسابه يحق للوسيط بيع الأوراق المالية في حساب التمويل على الهامش حتى ولو بخسارة كبيرة في حال انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل كبير لاسترداد التسهيلات



الممنوحة للعميل، وبالتالي فإن تلك الخسارة سوف تكون على حساب محفظة العميل.

2- في حال الإنخفاض المفاجئ لأسعار الأوراق المالية الممولة على الهامش قد يضطر الوسيط إلى بيع الأوراق المالية بخسارة كبيرة دون تحصيل كامل مبلغ السقف الممنوح للعميل.

3- يؤدي إلى تسارع في رفع الأسعار بالسوق إذا كان اتجاه السوق صعوداً حيث تتوفر قوة شرائية للعملاء مما يؤدي إلى زيادة الطلب، وبالعكس إذا كان اتجاه السوق نزولاً يؤدي إلى تسارع في خفض الأسعار وذلك في حالة عدم توفر سيولة لدى العملاء وعدم وجود أوراق مالية أخرى لتغطية النقص في هامش الصيانة وتصويب أوضاعهم.

4- مخاطر متعلقة بايقاف أو تعليق السهم (الورقة المالية) عن التداول وهي الضمانة الوحيده في حساب العميل التي يمكن للوسيط المالي استرداد قيمة ما تم اقراضة للعميل، لذلك ففي حالة ايقاف السهم عن التداول وهي الضمانه في محفظة العميل الممولة على الهامش فان شركة الوساطة المالية لا تستطيع بيع تلك الضمانة لاسترداد قيمة القرض الممنوح لعميلها.

5- صدور امر بالحجز التحفظي عن سلطة مختصة على الأوراق المالية للعميل، علماً بان الأنظمة والقوانين قد عالجت هذه النقطة من خلال منح الوسيط المالي باسترداد قيمة ما تم منحه من قرض للعميل من خلال بيع كمية من الأوراق المالية، وإرسال الباقي للجهة الحاجزة وهذا معمول في الأردن وهو ما نصت عليه أحكام المادة (55) من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة2017.

6- يعتبر التمويل على الهامش أداة ذات وجهين، بمعنى انه سلاح ذو حدين في عالم الاستثمار، فهو يتضمن مخاطر اكبر من التعامل النقدي لأنه يحتمل تعظيم الخسارة مثلما يحتمل تعظيم الربح، وفيما يلي توضيح لذلك:

مستثمر لدية رأس مال 10000 دينار حقق ربح يبلغ 2000 دينار من خلال الاسلوب النقدي أي بكامل الثمن .

يكون في هذه الحالة نسبة العائد على الاستثمار = $\frac{2\ 000}{10000}$ *100٪

= 20٪.

ولنفترض حقق خسارة -2000 دينار

تصبح نسبة خسارتة = -20٪.

أما في حالة التعامل بالهامش فستكون كالاتي

بما ان المبلغ المستثمر يبلغ 10000 دينار هذا يعني ان العميل أو المستثمر سيدفع 5000 دينار والوسيط المالي 5000 دينار ولنفترض ان مبلغ الفائدة صفر في حالة الربح والبالغة 2000 دينار .

نسبة العائد على الاستثمار = $\frac{2000}{5000}$ *100٪

40٪

وفي حالة الخسارة 2000 دينار تكون النسبة -40٪

هذا معناه ان في حالة دفع كامل المبلغ بلغت نسبة الربح بالنسبة لراس المال20٪ وفي حالة التمويل على الهامش بلغت النسبة 40٪ اي مضاعف لها.



وفي حالة الخسـارة تبلغ النسـبة في حالة دفع المبلغ كامل -20٪ و-40٪ في حالة الخسارة.

وهذا معنى ان التمويل على الهامش ا سلوب ذو حدين يضاعف الربح ويعظم الخسارة.

النوع الثالث: البيع على المكشوف (Short Selling) :

إن الأ صل في التجارة بشكل عام هو شراء السلعة أو الأ صول المالية والعينية ومن ثم بيعها بسعر أعلى ليحقق المستثمر الربح نتيجة الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، أي أن السـلعة المشـتراه هنا دخلت في ملك المشـتري وأصـبحت مسـتقره في ملكه(1).

أما في حالة البيع المكشــوف فإن العملية هنا تكون معاكسـة تماماً، حيث يقوم المستثمر ببيع الأ سهم أولاً على أمل إنخفاض سعرها مستقبلاً ليقوم المستثمر بعدها بشراء الأسهم وإعادتها للسمسار ليحقق ربح من خلال الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء(2)، وذلك إذا ما تحققت توقعاته بإنخفاض سعر السهم، أما في حالة إرتفاع سعر السهم عن سعر البيع الذي قام بشرائه فإنه سوف يحقق خساره، وعليه يمكن تعريف البيع على المشكوف بأنه " قيام المضارب ببيع أسهم لا يملكها بالسعر الجاري في السوق، ويكون ذلك بأن يقترض المضارب السهم من أحد السماسرة، على أمل أن ينخفض سعره في المستقبل، ويقوم بشرائة واعادته للسمسار، محققاً ربح مقداره الفرق بين سعر البيع والشراء للسهم"(3)، وعليه يتضح أن البيع على المكشوف بأنه

---

(1) رضوان، **أسواق الأوراق المالية** ،مرجع سابق، ص 146.

(2) الشـــاويش، وليد(2010). البيوع المنهي عنها شــرعاً وأثرها في الوقاية من الأزمة المالية العالمية المعاصـرة:البيع على المكشـوف نموذجاً، **المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصـادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي**، للفترة 1-2 كانون أول، عمان، الأردن، ص 7.

(3) سـودة، زاهرة يونس(2006).**تنظيم عقود الاختيار في الأسـواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية**، ر سالة ماجستير غير منشورة، كلية الدرا سات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، ص 163.



عقد يتم بموجبه بيع أوراق مالية لا يملكها البائع عند إتمام عملية البيع، حيث يتم التسليم الفعلي بوا سطة أوراق مالية يقتر ضها البائع من السمسار، ليقوم بشرائها وإعادتها للمقرض[1].

الصفقات التي تتم عن طريق العقود العاجلة وأنواعها :

تعريف العقود الآجلة:

وهي العمليات التي تُعقد صفقاتها، من خلال الاتفاق بين المتعاقدين عند عقد الصفقة على تأجيل دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية إلى أجل معلوم يسمى بيوم التصفية، لذلك سميت آجلة[2].

وقد يختلف موعد التصفية من بورصة إلى بورصة أخرى وذلك حسب الأنظمة والقوانين المتبعة لكل بورصة، كما ولا يحق لأي طرف من المتعاقدين أن يتراجع عن إلتزاماته عن الدفع أو التسليم إلا بعد أن يدفع الفرق بين السعر المتفق عليه والسعر عند حلول الأجل أو موعد التصفية، وضماناً من إدارة البورصة لإجبار المتعاقدين من تنفيذ العقد فقد فرضت على المتعاقدين في العمليات الآجلة مبلغ مالي يسمى تأمين أو هامش تغطية، وذلك حتى لا يتم الحاق الضرر بأحد المتعاقدين وحتى لا يتعرض أحدهم لمخاطر عدم الالتزام أو الوفاء للطرف الأخر ، وتختلف نسبة التأمين أيضاً حسب نوع العمليات المنفذه وتتراوح عادة من 25٪ إلى85٪[3].

---

(1) جابر،محمد صالح(2005).**الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، ط 3، دار وائل للنشر،عمان، الأردن،ص 315.

(2) أنظر مهداوي، هند (2008).**الا ستثمار في البورصة رؤية من منظور إسلامي**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر، ص 113.وانظر ياسين، محمد يوسف(2004).**البورصة**،ط 1، دار منشورات الحلبي، بيروت، لبنان، ص 109.

(3) الشاويش، أسماء مصطفى(2007).**الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، تخصص الفقه وأصوله، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، ص 16.



وتتم عملية التسوية أو التصفية بين المتعاقدين من خلال ثلاث طرق وهي(1) :

1- التسليم والإستلام الحقيقي من خلال أن يسلم المشتري الثمن، وأن يسلم البائع الأوراق المالية محل الصفقة.
2- أن يبيع ما إشتراه أو يشتري ما باعة ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الآخر.
3- تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ببدل التأجيل.

ويهدف المتعاملون بالعمليات الآجلة المضاربة والتحوط حيث لا تهدف إلى الاستثمار(2)، فالمضاربة المقصوده هنا للإستفادة من الفروقات السعرية وتحقيق الارباح الرأسمالية، والتحوط للإلغاء أو تقليل الخسائر مع إمكانية التنازل عن الربح (3).

(1) البرواري، **بورصة الأوراق المالية من منظورإسلامي** ، مرجع سابق، ص 202+203.وانظر النشار، **التعامل بالأسهم في سوق الأوراق الماليةرؤوية شرعية في ضوء الفقة الإسلامي**، مرجع سابق،ص176.

(2) يقصد بالاستثمار هنا بأنها : مجموعة التضحيات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافات الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال إمتلاك الأصول المالية التي تولد العوائد، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلاً بشكل أكبر من خلال الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية آخذاً بعين الأعتبار عنصري العائد والمخاطرة.أنظر بلقاسم، مصباح(2006). **اهمية الاستثمار الأجنبي ودورة في التنمية المستدامة**، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 4.

(3) مصطفى، قرشي(2012).المبادئ الارشادية لإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، **المؤتمر الرابع مللتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية بعنوان التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية**، للفتره 5-6 ابريل، الخرطوم، السودان، ص 15.



أنواع العقود الآجلة:

تتم الصفقات والعقود عن طريق المعاملات الآجلة بعدة طرق ومن أهمها:

الطريقة الأولى: العمليات الآجلة العادية الباتة أو العقود الآجلة (Forward Transactions):

وتعرف على أنها عقد بين طرفين يتم الإتفاق بموجبه على إنهاء العملية بتاريخ محدد وهو يوم التصفية، من خلال الالتزام بالإستلام والتسليم في الموعد المحدد، حيث يلتزم المتعاقدان على تسليم الثمن، وتسلم الأوراق المالية، بسعر يتفق علية وقت التعاقد ويطلق علية سعر التنفيذ، وذلك دون وجود خيار أو حق لأحد المتعاقدين بفسخ العقد أو الغاؤه وهذا هو سبب تسميته بالباتة، أي القطعية، إلا أنه يجوز لأحد المتعاقدين أن يطلب لمرة واحدة تأجيل موعد التصفية النهائية إلى موعد تصفية لاحق(1).

وتتميز العمليات الآجلة العادية الباتة بما يلي:

1- ملزم للطرفين في تنفيذ الصفقة في الأجل المحدد والمتفق عليه، لبيع أو شراء أصل معين في وقت إستحقاق محدد، حيث يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة للتغيرات في المركز المالي المرتبط بتلك العقود، وعليه من الممكن أن يتعرض أحد أطراف العقد لمخاطر الائتمان والتي تكون ناتجه عن عدم قدرة الخاسر من الوفاء بالتزاماته(2).

(1) القصار، عبد العزيز خليفة(2003). الاخيارات في أسواق الأوراق المالية، **مجلة الدراسات والشريعة الإسلامية**، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، الكويت، العدد 53، ص 248. وانظر العبادي، هاشم فوزي(2008).**الهندسة المالية**، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 81.

(2) Stulz, Rene´ M (2004). Should We Fear Derivatives, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 18, Number 3, University, Columbus, Ohio, p174.



2- **العقد المبرم بين المتعاقدان يحدد فيه في يوم توقيع العقد سعر الصفقة، مقدار ونوعية الصفقة، مكان وتاريخ التسليم وبعض الشروط والضوابط المنظمة للعقد يتفق عليها المتعاقدان(لج).**

3- **عقود هذه العمليات غير منمطة حيث تعتمد على التفاوض بين المتعاقدان على مقدار الصــفقة والسـعر بيوم التعاقد وتاريخ التنفيذ، بمعنى أن العقود الأجلة لا تتداول في البورصـة فهي عقود شـخصـية خطية غير نمطية بمعنى أن ربح طرف يعادل خســـارة الطرف الآخر بنفس المقدار، كما وتمتاز بالمرونه لانها تتم بالتفاوض(□).**

الطريقة الثانية: العمليات الآجلة عن طريق عقود الخيارات (Options) :

ويمكن تعريفها على أنها عقود تعطي لمالكها حق (وليس التزام) شراء ويسمى (Call Options) أو حق بيع ويسمى (Put Options) كمية معينة من أصل مالي بســعر محدد متفق عليه مقدماً ويســمى ســعر التنفيذ، وذلك مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد يدفع لبائع العقد على سبيل التعويض أو المكافأة ويسمى علاوة (Premium)، ويبقى العقد صالحاً حتى تاريخ إستحقاق العقد(لح).

---

(1) العياشي، فداد(2007). أسواق الأوراق المالية والبورصات: العقود الآجلة ، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول : أسواق الأوراق المالية والبورصات،** للفترة 6-8-اذار، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات، ص 3.

(2) محمود، ســحنون، وسميرة، محســن(2009). مخاطر المشــتقات المالية ومســاهمتها في خلق الأزمات، **المؤتمر العلمي الدولي بعنوان الأزمة المالية والإقتصــادية الدولية والحوكمة العالمية،** للفترة 20-21-اكتوبر، الجزائر، ص 1.

(3) دوابة، أشــرف محمد(2007).المشــتقات المالية في الرؤية الإســلامية، **مؤتمر أســواق الأوراق المالية والبورصــات ، المؤتمر العلمي الســنوي الخامس عشــر حول : أســواق الأوراق المالية والبورصــات،** للفترة 6-8-اذار ،كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحده ، دبي، الامارات، ص 7.

فالخيار ورقة مالية مشـــتقة من أدوات مالية تقليدية مثل الأســـهم والســـندات، فهي ليســـت أصـــول مالية بحد ذاتها وليس لها قيمة ، فقيمتها مســـتمدة من الأوراق المالية الأصلية محل الاختيار التي أشتق منه العقد[1].

وتوجد في البورصـــة جهة ثالثة تضـــمن وفاء الطرفين بتعهداتهم، وهي غرفة المقاصـة أو بيوت السـمسـرة، حيث تتم العمليات الآجلةعن طريق عقود الخيارات دون الحاجة إلى وجود علاقة مباشرة بين المتعاقدان، فعقد الخيار في بورصة الأوراق المالية يتكون من ثلاثة أطراف وهم : بائع الخيار ومشـــتر الخيار وغرفة المقاصـــة أو بيوت السمسرة والتي تقوم بدور الوكيل عن كلٍ من البائع والمشتري.

أقسام عقود الخيارات من حيث:

أولا: تاريخ تنفيذ العقد:

1- الخيار الأوربي (European Options) :

وهو حق خيار شراء أو بيع أو هما معاً ، بحيث لا يحق لحامله ممارسته أو تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لانتهاء العقد والمبرم في الإتفاقية[2].

2- الخيار الأمريكي (American Options) :

وهو حق خيار شراء أو بيع أو هما معاً ، بحيث يحق لحامله ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لإنتهائه[3].

(1) المومني، غازي فلاح(2003).**إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، ط 2، دار المناهج للنشر والتوزيع،عمان، الأردن، ص 252.

(2) بو عافية، سمير، وقريد، مصـــطفى(2009). التعامل بالمشـــتقات كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، **المؤتمر العلمي الدولي بعنوان الأزمة المالية والإقتصـــادية الدولية والحوكمة العالمية**، للفترة 20-21- اكتوبر، الجزائر، ص 9.

(3) الداغر، محمود (2005). **الأسواق المالية،مؤسسات-أوراق-بورصات**، ط 1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 126.


رقابـــــة
الأسواق المالية



ثانيا: من حيث نوع الصفقة:

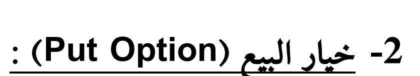
1- <u>خيار الشراء</u> (Call Option):

وهو عقد بين طرفين يمنح صاحبة (مشتري حق الخيار) من شراء عدد من الأوراق المالية بكمية معينة وسعر معين وتاريخ معين أو خلال فترة زمنية محدده (إذا ما رغب) من الطرف الثاني (محرر الخيار)، وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (محرر الخيار) من مشتري حق الخيار على علاوة معينة تحددها شروط العقد، وفي هذه الحالة يكون محرر الخيار ملزماً ببيع الأصل (الأوراق المالية) محل العقد وفق الشروط المبرمة في العقد وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد، وإذا لم يرغب مشتري الخيار الخيار بتنفيذ العقد فإنه سوف يخسر فقط قيمة العلاوة التي دفعها لمحرر العقد، أما أرباحة فلا يمكن تحديدها لأنها تزداد مع إرتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية محل العقد في وقت التنفيذ، أما محرر العقد فإنه يكون على العكس تماماً حيث أن أرباحة محدوده بمقدار المكافأة التي يحصل عليها من مشتري حق الخيار وخسائره تكون غير محدودة إذ تزداد خسائره كلما إرتفعت القيمة السوقية للأوراق المالية محل العقد[1].

وبناءً على ما سبق لا بد وأن تختلف توقعات كل من طرفي العقد (مشتري حق الخيار، محرر الخيار)، فمشتري حق الخيار يتوقع إرتفاع أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، ومحرر الخيار يتوقع إنخفاضها.

---

(1) انظر كتاف، شافية، وملكية، علقمة(2009). التمويل المهيكل وأدواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنه، **المؤتمر العلمي الدولي بعنوان الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية**، للفترة 20-21- اكتوبر، الجزائر، ص12-13. وانظر رضوان، سمير عبد الحميد(2005). **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ص 154 وما بعدها.



2- خيار البيع (Put Option) :

وهو عقد بين طرفين يمنح صاحبة (مشتري حق الخيار) من بيع عدد من الأوراق المالية بكمية محدده وسعر محدد وتاريخ محدد أو خلال فترة زمنية محدده (إذا ما رغب) من الطرف الثاني (محرر الخيار)، وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (محرر الخيار) من مشتري حق الخيار على علاوة معينة تحددها شروط العقد، وفي هذه الحالة يكون محرر الخيار ملزماً بشراء (الأوراق المالية) محل العقد وفق الشروط المبرمة في العقد، وذلك إذا ما رغب مشتري خيار حق البيع بتنفيذ العقد، وفي خيار البيع يتوقع مشتري حق خيار البيع أن تنخفض أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، في حين أن محرر خيار حق البيع يتوقع أن ترتفع وهذا عكس تماماً التوقعات التي تحدث في حق الشراء[1].

الطريقة الثالثة: العمليات الآجلة عن طريق العقود المستقبلية (Futurers):

يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها "أداة تتضمن الإتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل مالي محل العقد، بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم مستقبلاً"[2].

ويعرف أيضاً على أنه "اتفاق بين طرفين الطرف الأول وهو البائع ويسمى صاحب المركز القصير والاخر المشتري ويسمى صاحب المركز الطويل، ويتم بموجبه الإتفاق على أن يسلم الطرف الأول للطرف الثاني أصل معين في تاريخ لاحق

(1) انظر الجبوري، علي عبودي(2015).توظيف عقود الخيارات المالية المتقدمة لبناء محفظة التحوط "دراسة تطبيقية في القطاع المصرفي العراقي، **مجلة مركز بابل للدراسات الانسانية**، المجلد الخامس، العدد 2،جامعة بابل، العراق، ص 286-287. انظر مطر، **إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**، مرجع سابق ،ص 264-267.

(2) وليد، لعايب(2014).إشكالية إستخدام المشتقات المالية كأداه للتحوط من المخاطر في ظل الأزمات، **المؤتمر الدولي: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية**، للفترة 5-6 مايو، جامعة فرحات عباس، الجزائر، ص 7.



للعقد يســمى تاريخ التســليم وعلى ســعر محدد يتفق عليه الطرفين، مقابل أن يودع الطرفين مبلغ معين لدى الوسيط المالي يمثل نسبة معينه من قيمة العقد" (1).

ومن خلال التعريف السابق للعقود المستقبلية يتضح انها متشابهة مع العقود الآجلة من حيث أنهما إتفاق بين طرفين يتم تبادل الورقة المالية أو الأصــول محل التعاقد في التاريخ المستقبلي المحدد والمبرم في الاتفاقية بين المتعاقدان (2).

أما أهم أوجه الاختلاف بين العقود الأجلة والعقود المستقبلية فهي :

1- **يتم التداول في العقود المستقبلية من خلال سوق منظمة(البور صة)، بينما يتم تداول العقود الآجلة في السوق غير الرسمية (3).**
2- **تجري العقود الآجلة على الســلع غالباً والتي لا تتداول في الســوق المنظمة وهي ذات حجم ومبالغ كبيرة، بينما العقود المستقبلية تجري على ما يتداول في السوق المنظمة من سلع وأسهم و سندات ومؤ شرات ومعدلات فوائد وذات حجم ومبالغ أقل من العقود الآجلة (4).**

---

(1) Joy Harwood et ALL,1999. **Managing Risk in Farming, Economic Research Service**, The U.S. Department of Agriculture USDA, P.29.

(2) حميســـي، بن رجم(2009). المنتجات المالية المشـــتقه: أدوات مالية مســـتحدثه لتغطية المخاطر أم لصـــناعتها، **الملتقى العلمي حول: الأزمة المالية والإقتصـــادية الدولية والحوكمة العالمية**، للفترة 20-21- اكتوبر، جامعة فرحات عباس، الجزائر ، ص 4.

(3) حماد، طارق عبد العال (2001). **المشـــتقات المالية المفاهيم -إدارة المخاطر**، د ط، الدار الجامعية للطباعة و النشر والتوزيع ، القاهرة، مصر، ص 16.

(4) Arora, Maneesh ,(2015), The Framework of Financial Derivative, **International Journal Of Scientific Research** Volume : 4, ISSN No 2277, Issue : 5,p3.



3- تتسم العقود المستقبلية بالنمطية في بنودها بمعنى أنها غير قابلة للتفاوض بين الطرفين إلا على السعر والكمية، بعكس العقود الآجلة التي يتم تفصيلها وفقاً لرغبات وظروف المتعاقدين(1).

4- توجد هيئة ضامنه في العقود المستقبلية وهي بيت التسوية (الوسيط أو السمسار أو غرفة المقاصة)، تضمن تنفيذ هذه العقود، كما أنها أقل عرضه لمخاطر عدم الوفاء أو الالتزام من الطراف الأخر لانه يتم إيداع هامش مبدئي نقدي لدى السمسار من قبل المتعاقدين، بينما في العقود الآجلة لا توجد مثل هذه الهيئة المنظمة والضامنه للعقد في المعاملات التي تتم عن طريق العقود الآجلة، كما أنها تعتبر العقود المستقبلية أقل عرضه لمخاطر السيولة من العقد الأجل لانها تتداول في سوق منظم(البورصة)(2).

5- العقود المستقبلية يكون الهدف منها في الغالب لاغراض المضاربة، لأنها تنتهي بالتسويات النقدية، بينما العقود الآجلة فالهدف منها غالباً لأغراض التحوط، لانها غالباً تنتهي بالتسلم والتسليم(3).

6- تتم تسوية العقود المستقبلية يومياً بين الحسابات المتعلقة بطرفي العقد أي قبل موعد الاستحقاق وحتى نهايته، بينما تتم التسوية في طرفي العقد في العقود الآجلة في أجل التسليم المتفق عليه، وذلك لأن السعر في العقود الآجلة ثابت طول فترة العقد، والسعر في العقود المستقبلية متغير بتغير اسعار الاصول محل العقد، لذلك تخضع العقود المستقبلية للتسويات اليومية ويتم تعديلها

(1) هندي، محمد منير(1997).**إدارة الأسواق والمشآت المالية**، د ط، دار منشأة المعارف، الأسكندرية، مصر، ص 669.

(2) حماد، **المشتقات المالية المفاهيم – إدارة المخاطر**، مرجع سابق، ص 119.

(3) السعد، أحمد ، **الأسواق المالية المعاصرة** (دراسة فقهية) ، مرجع سابق ، ص 123-124.

وفقاً لسعر الاصل المتفق عليه[1].ولتوضيح ذلك نضرب المثال الآتي:

(1) حطاب، **نحو سوق مالية إسلامية**، مرجع سابق،ص4.



مثال عملي: على الفرق بين التسوية للعقد الاجل والعقد المستقبلي :

	الاسعار	العقود الآجلة		العقود المستقبلية	
اليوم	سعرالتسوية	مركزالمشتري	مركز البائع	مركزالمشتري	مركز البائع
9	78	—	—	—	—
8	79	—	—	1000+	1000-
7	80	—	—	1000+	1000-
6	77	—	—	3000-	3000+
5	76	—	—	1000-	1000+
4	78	—	—	2000+	2000-
3	76	—	—	2000-	2000+
2	80	—	—	4000+	4000-
1	79	—	—	1000-	1000+
صفر	80	2000+	2000-	1000+	1000-
صافي الربح (الخساره)		2000+	2000-	2000+	2000-

ونلاحظ من الجدول اعلاه ما يلي:

1- ان السعر المتفق عليه بين البائع والمشتري هو 78000 دينار.

2- عند ارتفاع السعر يتم عمل التسوية بين المشتري والبائع بشكل يومي في العقود المستقبلية ويكون ربح للمشتري يقابلها خسارة مماثلة للبائع والعكس صحيح.

3- عند ارتفاع السعر أو انخفاضه لايتم عمل تسوية بين البائع والمشتري بشكل يومي في العقود الآجلة وانما تتم التسويه عند انتهاء تاريخ العقد كما هو موضح في اليوم اليوم الاخير من العقد.



أما وجه الخلاف الرئيسي بين العقود المسقبلية وعقود الخيارات، هو أن العقود المستقبلية ملزمة التنفيذ، بينما عقود الخيار تكون غير ملزمة التنفيذ، كما أن العلاوة المدفوعة في عقود الخيار لا يمكن إستردادها، بينما الهامش المبدئي المودع من قبل طرفي العقد المستقبلي لدى بيت السمسرة يمكن إسترداده بعد تنفيذ الصفقة(لج).

الطريقة الرابعة: العمليات الآجلة التي تتم عن طريق عقود المبادلات (Swaps) :

يقصد بالمبادلات : على أنه عقد بين طرفين يتم بموجبة الاتفاق على تبادل أ صل نقدي مقابل آخر في تاريخ لاحق بهدف الم ضاربة والتحوط لتقليل المخاطرة، وعادة ما تكون عقود المبادلات على العملات وعلى أسعار الفوائد، ففي مبادلة العملات تقوم البنوك عادة على مبادلة عملة بعملة أخرى على أن يعيد كل منهما إلى الآخر عملته التي قام بتبديلها بسعر صرف يتفق عليه عند عقد المبادلة، حيث يكون مبني على أسعار الصرف الآني السائد عند إبرام صفقة المبادلة مع وجود علاوة أو خصم يحدد فرق سعر العملتين اللتين تمت مبادلتهما عند عملية التبديل(□).

أنواع عقود المبادلات :

1-عقد مبادلة أسعار الفائدة:

وهو إتفاق بين متعاقدين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابته على مبلغ محدد، بعمله محدده دون ان يكون هناك اشتراط بتبادل المبلغ المحدد بينهم في الاتفاقية(لح).

---

(1) الا سرج، حسين عبد المطلب(2002). **دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر**، ر سالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، ص 51.

(2) طراد، إسماعيل(2005).**إدارة العملات الأجنبية**، ط 2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 217.

(3) فيصل، بلحسن(2008).مخاطر المشتقات المالية، **الملتقى الدولي بعنوان: استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات أفاق وتحديات**، للفترة 25-26/ تشرين الثاني، جامعة حسيبة بن بو علي الشلف، الجزائر، ص 6.



2-عقد مبادلة العملات :

عقد بين طرفين، لبيع أو شــــراء عملة بعملة أخرى في اســـتحقاق وتاريخ معين، من خلال بيعها حالاً وثم إعادة شرائها بالعملة الاخرى نفسها، بشرط تأجيل تسـليم العملتين إلى وقت لاحق، بسـعر صـرف متفق علية وقت العقد، مماثل لســـعر الصــــرف في العقد الأول أو مختلف عنه وتعتمد على التوقعات المستقبلية لأسعار صرف العملات[جـ].

3-عقد مبادلة السلع :

عقد بين طرفين يقوم فيه طرف بمبادلة طرف أخر ســـلعة معينة مثل النفط على أن يتعهد المشتري بدفع السعر السوقي المتقلب لهذه السلعة[□]، بمعنى أن يقوم أحد أطراف العقد بالشـــراء الفوري لســـلعة النفط وأن يُســـدد ثمنها حالاً ومن ثم يقوم ببيعها بيعاً آجلاً للطرف الآخر في نفس الوقت وأن يتم الاتفاق على السداد بشكل دفعات مســـتقبلية بســـعر متفق عليه عند ابرام العقد وعادة ما يضـــاف على الســـعر المستقبلي معدل التغير في الفوائد، ومثال ذلك قيام شخص ببيع سلعة ويقيض ثمنها فوراً ومن ثم يقوم بإعادة شــــرائها على دفعات وبســـعر اعلى من الســـعر الأول وبالتالي يحصل على المال[لح].

---

(1) Roger Miller, David Van Hoose (2001) .(Money,Banking and Financial Markets) south Western, Publishing, Thomson Learning, United States Of AmericaP228.

(2) نوري، **إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية**، مرجع سابق، ص 292.

(3) آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة** ،مرجع سابق ، ص 1129-1130.

الفصل الثاني

مؤشرات أسعار الأسهم والأرقام القياسية



الفصل الثاني

مؤشرات أسعار الأسهم والأرقام القياسية

يتناول هذا الفصل من هذا الكتاب توضيح مفهوم مؤشرات أسعار الأسهم والأرقام القياسية في أسواق رأس المال وبيان أهميتها وأنواعها ومجالات إستخدمها، كما يتناول آلية بناء تلك المؤشـرات القواعد الأساسية في آليات بناءها في تلك الأسـواق، والتطرق لبعض نماذج الدول العربية والأجنبية في بناء تلك المؤشـرات، والتعريف ببورصة عمان ونشأتها وكيفية بناء مؤشرات أسعار الأسهم بها.

مفهوم مؤشرات أسعار الأسهم والأرقام القياسية للسوق المالي

يعتمد الكثير من المستثمرين وحكومات الدول والإقتصاديون على مؤشرات أسعار الأسهم لتقييم أداء النشاط الإقتصادي بشكل عام، فأسواق رأس المال ما هي إلا مرآه عاكسة للوضع الإقتصادي للدولة، وهذا الانعكاس مصدره المؤشرات الخاصة للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، لذلك تكتسب أهميتها من أنها تعطي إيجاز وملخص عن الوضع الإقتصادي وهذا ما سيتم توضيحه.

تعريف مؤشر أسعار الأسهم:

يُعبر المؤشر أو الرقم القياسي[1] للأسعار عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة لمجموعة من الأوراق المالية تكون صالحة للمقارنة، لذلك يتم إختيار فترة

---

(1) الرقم القياسي هو مرادف لمصطلح مؤشر الأسعار لأن مؤشرات الأسعار في حقيقتها هي أرقام قياسية ، حيث درج العديد من الاقتصاديين والباحثين والبورصات على إستخدام مصطلح الرقم القياسي للتعبير عن مؤشر السوق ومنها بورصة عمان، ويمكن تعريف الرقم القياسي: بأنه عباره عن آداه لقياس التغير النسبي في قيم أي ظاهرة أو مجموعة من الظواهر من زمان لآخر أو من مكان لآخر. أنظر حطاب ، سـامي (2007).**المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**، بحث مقدم لهيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الامارات، ص 39.انظر العلاونة , رانية (2010) ، **مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق العالمية**، أطروحة دكتوراة غير منشورة ، في تخصص المصارف الإسلامية ،جامعة اليرموك ،عمان ،الأردن، ص 12.



ما ضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأ ساس ومنها تحسب القيم الأ صلية للرقم القيا سي للانتقال إلى فترة مسقبلية[1].

وقد عرفت هيئة المحا سبة والمراجعة للمؤ سسات المالية الإ سلامية المؤ شر على أنه "رقم يحسب بطريقة إحصائية، بالاستناد إلى أسعار حزمة مختارة من الأوراق المالية أو السلع التي يتم تداولها في الأسواق المالية المنظمة أو غير المنظمة و/ أو كلتيهما، وإعطاء كل منها وزناً (ثقلاً) من خلال قيمتها في السوق، وتقسيم المجموع على رقم ثابت"[2].

وبذلك يتضح أن مؤشر أسعار الأسهم هو رقم يحسب بطريقة إحصائية معينة للدلالة على تطور أسعار الأوراق المالية في لحظة زمنية معينة، فهو قابل للارتفاع أو للانخفاض، وذلك حسب تغيرات الأسعار السائدة في السوق للأسهم التي تكون ضمن عينة ذلك المؤشر ويعتبر أول ظهور لمؤشرات الأسهم في نهاية القرن التاسع عشر في الولايات المتحدة الامريكية في بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE) في العام 1896, على يد داو Dow وشريكة جونز Jone حيث قاما بإصدار أول مؤشر للشركات الصناعية وتم تسمية بمؤشر داو جونز الصناعي[3].

(1) قبلان،حسين(2011).مؤ شرات أ سواق الأوراق المالية "درا سة حالة مؤ شر سوق دمشق للأوراق المالية"، **مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التيسير**، جامعة سطيف 1 ، الجزائر، العدد 11، ص 93+94.

(2)هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **كتاب المعايير الشرعية** ،المعيار الشرعي رقم 27، مرجع سابق، ص 715.

(3) النجار، حنان (2005)،آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية ، **المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول : المؤ سسات المالية الإ سلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل** ، للفترة 15-17 مايو ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة، دبي، الامارات، ص 1374.



أهمية مؤشرات أسعار الأسهم والارقام القياسية للسوق المالي

تلعب مؤ شرات أ سواق الأوراق المالية دوراً فاعلاً في عمليات تداول الأوراق المالية كونها تعكس مستوى الأ سعار وحركتها، حيث يعتمد العديد من المستثمرين في الأ سواق المالية العالمية على تحركات واتجاهات أ سعار الأوراق المالية، حيث أنها تساعد بعض المستثمرين باتخاذ قرارتهم الاستثمارية من خلال تتبع عينة المؤشر وتكوين محفظة خاصه به عن طريق الاستثمار في بورصة الأوراق المالية فيكون العائد أو الخساره المحققه حسب إتجاه المؤ شر، لذلك تكتسب تلك المؤ شرات أهمية خا صة لما تلعبه في النشاط الإقتصادي ويمكن إيجاز أهمية مؤ شرات أ سعار الأ سهم بما يلي (1):

1- يعد تلخيص لأداء الأ سواق المالية كونه يعكس أ سعار الأ سهم للشركات، ولجميع القطاعات من خلال عرض موجز (رقم معين) تكون قابلة للمقارنة، فإذا كان المؤشر في صعود فيدل ذلك على الرواج الإقتصادي ويطلق عليه السوق الصعودي، وإذا كان المؤشر في إنخفاض فيطلق على السوق بالسوق النزولي.
2- يساعد على إكتشاف العلاقة بين المتغيرات الإقتصادية للبلد من خلال المقارنة بين القطاعات ومقارنة نتائج تداولها في البورصة.
3- يساعد المؤ شر القائمين على الأ سواق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم الـ سوق من خلال عمليات المراجحة التي تـ ساعد على تحديد العنا صر التي أدت إلى إنحراف الأ سعار وتصويبها، كما يساعد الدوله في رسم السياسات الإقتصادية من خلال معرفة الوضع العام للاقتصاد من خلال أنشطة الـ شركات وارباحها، لان أعمال ونتائج الـ شركات لا بد وان ينعكس على المؤشر الخاص للأسهم.

---

(1) آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، مرجع سابق ، ص 91-92.



4- تعتبر أحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ويعكس توقعات المساهمين والمستثمرين في سوق الأوراق المالية.

5- أداة فعالة للمقارنة مع أسعار الأسهم أو القطاع أو السوق أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى.

6- يعكس المؤ شر طبيعة الإقتصاد للبلد من حيث معرفة القطاعات الاكثر قوه من القطاعات الأضعف، فهو مرآه عاكسة للحالة الإقتصادية، يعكس طبيعة الإقتصاد،ومكوناته ودرجة النمو فيها .

7- أداة مفيده للبحث العلمي والبحوث المالية الإقتصادية.

إستخدامات مؤشرات أسعار الأسهم والارقام القياسية:

يستخدم مؤشر أسعار الأسهم من قبل جميع أطراف المتعاملين في سوق الأوراق المالية مثل المستثمرين ومدراء المحافظ الا ستثمارية والصناديق الأجنبية والسما سرة والمضاربين وإدارة السوق المتمثلة بالهيئات الرقابية وإدار البورصة، حيث يمكن تلخيص أهم إستخداماته من المهتمين والمعنيين بما يلي:

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة : وذلك من خلال قيام مدير الا ستثمار بإجراء مقارنة بين التغير في عائد محفظة الأوراق المالية التي يديرها مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق[1].

2- تقدير المخاطر النظامية للمحفظة : وهي المخاطر السوقية المرتبطة بالظروف الإقتصادية والسياسية ككل، وهذه المخاطر يمكن التنبؤ بها ولا يمكن تجنبها عن طريق التنويع، لذلك فهي تؤثر على الأداء الإقتصادي بشكل عام،

---

(1) حسين، أسواق الأوراق المالية"البورصة"، مرجع سابق، ص 39.



ويمكن إ ستخدام مؤ شرات أ سعار الأ سهم لقياس هذه المخاطر من خلال حساب معامل بيتا وهي تحديد العلاقة بين معدل العائد للأصول الخطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة[1].

3- الحكم على أداء المديرين المحترفين للمحافظ المالية: وذلك من خلال مقارنة عائد المحفظة السوقية مع عائد السوق، فإذا إرتفع عائد محفظة الأوراق المالية التي يديرها المدير عن عائد السوق فهذا يعني بأن المدير محترف والعكس صحيح[2].

4- التنبوء بالحالة التي ستكون عليه السوق : ويرتكز هذا الاستخدام على القدرات الفنية للمحلل المالي الإقتصادي، من خلال قدرته على معرفة العلاقة بين المتغيرات الإقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات باستخدام التحليل الأساسي، أو استخدام التحليل الفني للاسعار التاريخية للمؤشرات، عندئذٍ سيكون قادراً على معرفة الاتجاه العام للاسعار مستقبلاً[3].

5- أداة إستثمار من خلال [4]:

أ- الشراء والبيع للمؤشر نفسه .

---

(1) حطاب، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**، مرجع سابق، ص 41.

(2) هندي، **الأوراق المالية وأسواق المال**، مرجع سابق، ص 247. وانظر عطية ، محمد عبد الحميد (2011).**الاستثمار في البورصة**، ط 1، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع والطباعة، الاسكندرية، مصر، ص 375. وانظر مطر، محمد، وتيم، فايز(2005).**إدارة المحافظ الاستثمارية**، ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 186.

(3) عبدلي، سارة (2012). **أساليب قياس حافظة الأوراق المالية "دراسة حالة بورصة دار البضاء للقيم المنقولة"**،رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ص 8.

(4) النجار، **آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية** ، مرجع سابق، ص 1383.



ب- تكوين محفظة تشتمل على الأسهم التي تدخل في بناء المؤشر وتعرف بإسم المحافظ غير النشطة .

ج- بناء صناديق مؤشرات بحيث تحقق عائد أو خسارة مثل أداء المؤشر.

أنواع مؤشرات أسعار الأسهم والارقام القياسية:

تتنوع مؤشرات الأسهم من حيث وظيفتها ومن حيث إمكانية التداول إلى ما يلي :

أ- من حيث الوظيفة(1):

1- مؤ شرات عامة: وهي مؤ شرات تقيس حالة السوق وأدائه بصفة عامة حيث أنها تشتمل وتضم جميع القطاعات بحيث يكون هذا المؤشر متضمن لكافة أنواع القطاعات سواء أكانت تجارية أو خدمية أو ماليه أو غيرها ، من خلال دخول جميع الأسهم المتداولة أو غالبيتها في عينة المؤشر.

2- مؤشرات قطاعية : وهي مؤشرات التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاعات معينة أو محدده، مثل قطاع الصناعة أو قطاع التجارة أو قطاع التأمين أو قطاع البنوك أو قطاع أسهم الشركات الإسلامية، ومن أمثلتها مؤ شر داو جونز للصناعة ومؤ شر ستاندرد اندبور للخدمات العامة.

ب- من حيث إمكانية التداول(2):

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية**،المعيار الشرعي رقم 27،ص 717، مرجع سابق.

(2) العربيد، عصام فهد(2008).**الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بين النظري والتطبيق**،ط 2، دار الرضا للنشر، دمشق، سورية، ص 38+39.



1- المؤ شرات القابلة للتداول : وتسمى بمؤ شرات المتاجرة وذلك لإمكانية تداولها في البورصـة، وذلك من خلال اسـتخدام المشـتقات المالية ومن أمثلتها مؤشر (Nikkei225) ومؤشر (Nasdaq100).

2- المؤشـــرات غير القابلة للتداول وهي المؤشـــرات التقليدية والتي تهدف إلى التعبير عن الأداء الكلي للبورصـــة في رقم واحد وبطريقة حيادية ، وهي لا تتداول في البور صات مثل مؤ شر داو جونز ومؤ شر بور صة عمان، وتقسم إلى :

أ- مؤشرات البورصة الرسمية : وهي المؤشرات التي تصدر من قبل هيئات رسميىة في البورصة.

ب- المؤ شرات الدولية : وهي المؤ شرات التي تن شر عن طريق بيوت السمسرة أو الوساطة المالية الدولية مثل مورجان ستانلي.

القواعد الأساسية في بناء مؤشر أسعار الأسهم :

يو جد مجموعة من القوا عد تؤ خذ بعين الاعتبار في عملية تكوين مؤشـــرات أسعار الأسهم وهي:

1- ملائمة العينة : تعرف العينة – المتعلقة ببناء مؤشـر أسـعار الأسـهم– بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين، وينبغي أن تكون العينة ملائمة من ثلاثة جوانب وهي (1):

أ- الإتســاع : ويقصـــد به التوازن في التمثيل، بمعنى قيام العينه المختاره بتغطية كافة القطاعات الممثلة للاقتصاد، مع مراعاة المؤشر الخاص الذي

(1) خضر، حسان(2004). **تحليل الأسواق المالية**، المعهد العربي للتخطيط ، سلسلة دورية تعنى بقضايا الاقطـار العربيـة، الكويـت،العـدد 27، ص 6، بحـث منشـــور على الموقع الإلكتروني للمعهـد http://www.arab-api.org .



يستهدف قطاع معين أو محدد مثل قطاع الصناعة أو قطاع الخدمات المالية، حينئذٍ سيقتصر على أسهم الشركات التي تنتمي لكل قطاع.

ب- المصدر : ويقصد به مصدر المعلومات الخاصة للحصول على أسعار الأسهم الداخلة في حساب المؤشر، والتي يكون مصدرها من السوق المالي الخاص بالأوراق المالية (البورصة).

ج- الحجم : أي عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر، فكلما زاد عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً و صدقاً للأسعار السائده فيه، بمعنى كلما زاد عدد الأسهم داخل عينة المؤشر كلما كان الرقم المنبثق عن المؤشر أكثر تمثيلاً للواقع الإقتصادي(1).

2- الأوزان النسبية: وهي القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي لكل سهم داخل مجموعة الأسهم التي يشتمل عليها المؤشر وهي(2):

أ- مدخل الأوزان على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.

ب- مدخل الأوزان المتساوية : من خلال إعطاء قيمية نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

(1) محمد، نزهان (2010). أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الازمة المالية الراهنة، **مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية**، المجلد 26، العدد الثاني، دمشق، سورية، ص 667.

(2) الشكرجي، بشار، وتاج الدين، ميادة (2008). **علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الإقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"**، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، بغداد، العراق، مجلة تنمية الرافدين، العدد 89، ص 79. وانظر حسين، **أسواق الأوراق المالية «البورصة»**، المرجع سابق، ص 41+42. وانظر عبدلي، **أساليب قياس حافظة الأوراق المالية "دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة"**، مرجع سابق، ص 8.



ج- مدخل الأوزان حسب القيمة السوقية : ويعبر عن القيمة السوقية بانها قيمة أسـهم الشـركة داخل السـوق المالي (البورصـة) ويعبر عنها من خلال مجموع حا صل ضرب عدد الأ سهم المـصدرة للـشركة مـضروباً بالسعر السوقي للسهم المتداول في البورصة (سعر الأغلاق) والخاضع للعرض والطلب(1)، ويمكن التعبير عن القيمة السوقية للشركة في نهاية العام رياضياً كالآتي(2):

القـيـمـة السـوقـيـة لأسـهـم الشـركـة في نـهـايـة الـعـام = (عدد الأسهم المصدرة عن الشركة× سعر إغلاق السهم السوقي في نهاية العام)

حيث يتم من خلال إعطاء وزناً للسـهم على أسـاس القيمة السـوقية الكلية لعدد الأسهم لكل شركة ممثلة في المؤشر.

3- وحدات القياس أي إختيار طريقة ريا ضية منا سبة لإحتـساب المؤ شر، بحيث تكون سـهله الفهم وقادرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصـله في السـوق من خلال إ ستخدام المتو سط الحـسابي أو الهند سي وذلك حـسب نوع المؤ شر المراد إنشائه وهذا ما سيتم توضيحه أدناه عند الحديث عن آليات بناء مؤشرات الأسهم.

آليات بناء مؤشرات أسعار الأسهم:

هناك أربعة أ ساليب وآليات لبناء مؤ شرات أ سعار الأ سهم للسوق أو لقطاع معين داخل السوق وهي:

---

(1) سعد الدين، إيمان (2013). تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها علــى قيمــة المنشأة، **مجلة المحاسبة والمراجعة**، المجلد الثاني، العدد الأول، تصدر بالتعاون مع اتحاد الجامعات العربية، القاهرة، مصر، جامعة بني سويف، ص 315.

(2) الأنصاري، أسامة عبد الخالق، **الإدارة المالية**، د ت، ط1، مكتبة الكتب العربية، مصر، ص 204.

1- المـــؤشـــــرات المـــبـــنـــيـــة عـــلـــى أســـــاس الســـــعـــر (Market Value Price Index) (1):

وذلك عن طريق تحديد الوزن النسبي لكل سهم من أسهم الشركات الداخله في المؤشر بناءً على سعره، من خلال قسمة سعر السهم الداخل ضمن عينة المؤشر على مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤ شر، ويمكن تمثيلها بالمعادلة الآتية :

القيمة المطلقة للمؤشر = سعر السهم / مجموع القيم السوقية لأسهم المؤشر

ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي :

لو أن عينة المؤشــر تتكون من ثلاثة أســهم (أ،ب،ج) وأن أســعارها الســوقية حســب آخر ســعر إغلاق كانت على التوالي (10،20،70) دينار، عندها تصــبح القيمة السوقية الكلية لأسعار الأسهم أو ما تسمى بالقيمة المطلقة للمؤشر (100) نقطة، وبناءً عليه تكون الأوزان النســبية للأســـهم الثلاثة حســـب المعادلة أعلاه (10٪ , 20٪ , 70٪) على التوالي، وبإفتراض أنه طرأ تحسن على أسعار الأسهم الداخلة في المؤشر لتصبح بالدينار(30،35،85) على التوالي عندها سترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى (150) نقطة ، الأمر الذي يدل على إرتفاع متوسط العائد على المؤشر بنسبة (50٪).

(1) هندي، **الأوراق المالية وأسواق المال**، مرجع سابق، ص 252+253.



ومن عيوب هذه الطريقة لبناء المؤشر ما يلي(1):

أ- التحيز لأ سعار الأ سهم المرتفعة، حيث أن الـ سعر الـ سوقي للـ سهم لا يعكس بالواقع حجمها وأهميتها.

ب- الخلل في المؤ شر في حال إ شتقاق الأ سهم(2)، الأمر الذي يتسبب في إنخفاض وزن السهم داخل مجموعة عينة المؤشر, ومن أشهر المؤشرات المبنية على أساس السعر مؤشر داو جونز الصناعي و نيكاي.

2- المؤشرات المبنية على أساس القيمة السوقية (Market Value Weighted Index) :

وذلك من خلال ضرب كل سعر سهم من أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر في عدد الأسهم المصدرة للشركة الخاصة به، ومن ثم جمع النواتج للتوصل إلى القيمة الإجمالية السوقية لليوم لجميع الأ سهم الداخله في المؤ شر، ثم تتم قسمته على الرقم المقابل له في اليوم الذي بدأ فيه إستخدام المؤ شر، ثم يتم ضرب ناتج القسمة بقيمة بداية المؤشـــر، وتحدد بطريقة تقديرية (100) أو (1000) نقطة مثلاً، وتعتبر هذه الطريقة من أفضـــل الطرق التي يتم فيها بناء المؤشـــر، خاصـــة وأنه يتلافى العيب الموجود في الطريقة الاولى (أساس السعر) والمتعلقة باشتقاق الأسهم(3).

(1) قبلان، **مؤشرات أسواق الأوراق المالية "دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"**،مرجع سابق، ص 98.

(2) المقـصود بإ شتقاق الأ سهم هو تجزئة الأ سهم من خلال قيام الـ شركة المـصدره بزيادة عدد أ سهمها المتداولة في السوق بدون أي تغيير على حقوق الملكية للمساهمين ومثال ذلك إذا تم منح كل مساهم سهمين جديدين مقابل السهم القديم، عندها ستنخفض القيمة السوقية للأسهم القديم ويزداد عدد الأسهم مع بقاء القيمة السوقية الإجمالية للأسهم متساوي.أنظر بكير، أيمن كمال (2014). أثر تجزئة الأسهم على القيمة السوقية وحجم التداول للأسهم في بورصة الأوراق المصرية، **مجلة جامعة الأزهر**، سلسلة العلوم الإنسانية، غزة، فلسطين، المجلد 16، العدد 1، ص 182.

(3) الحناوي، محمد صـالح (2005).تحليل وتقييم الأسـهم والسـندات، ط 1، الدار الجامعية للنشـر، الاسكندرية، مصر، ص 69.



ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي (1):

لنفرض أن عينة المؤ شر تتكون من أربعة أ سهم مو ضحة كما في الجدول الآتي ويراد بناء مؤشر على أساس القيمة السوقية وإذا تم إفتراض القيمة الأفتتاحية للمؤشر 100 نقطة .

أسعار الأسهم وعددها لسنة (2018)

الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة السوقية
A	1000	8	8000
B	6000	12	72000
C	5000	16	80000
D	4000	18	72000
القيمة الإجمالية السوقية لسنة (2018) لجميع الأسهم الداخله في المؤشر(الأساس)			232000

وإذا تم إفتراض أن عدد الأسهم وأسعارها أصبحت عام (2019) كما يلي:

أسعار الأسهم وعددها لسنة (2019)

الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة السوقية
A	1000	12	12000
B	6000	10	60000
C	5000	20	100000
D	4000	24	96000

(1) آل شبيب، **الأ سواق المالية والنقدية**، مرجع سابق ، ص 98+99. وانظر الد سوقي، الـسيد ابراهيم (1989). **المؤشرات العالمية للأسهم مع إنشاء مؤشر خاص بالأسهم السعودية**، مطابع جامعة الملك سعود، مركز البحوث، كلية العلوم الإدارية،جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، ص 52.



القيمة الإجمالية السوقية لسنة (2019) لجميع الأسهم الداخله في المؤشر(الحالية)	268000

قيمة المؤشر لعام (2019)=268000/ 232000×100=115,5 نقطة.

وهذ يعني أن مؤشر أسعار الأسهم إرتفع (15,5) نقطة خلال عام 2019 مقارنة بعام 2018 وبنسبة (15,5٪).

ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة السوقية في بناء المؤشر، مؤشر نازداك، ومؤشر الفيانشل تاميز(1).

3- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية (Equally- Weighted Index):

وهي الطريقة التي يتم من خلالها ترجيح أسهم المؤشرات عن طريق إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل عينة المؤشر، ويحسب معامل الترجيح على أساس سعر السهم وهو يساوي مقلوب السعر،ثم يحسب الوزن النسبي المتساوي للأسهم من خلال ضرب معامل الترجيح(مقلوب السعر)
في سعر السهم وعليه يصبح الوزن النسبي لكل سهم يساوي الواحد صحيح(2).

4- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية (Relative- Weighted Index):

(1) قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية'دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية'، مرجع سابق، ص 97.

(2) الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأمريكية-:www.cmic.sec.gov.lk/wp-content/uploads/2012/09/13.-AN-Introduction-To-Stock-Market-Indices.pdf+&cd=1&hl=ar&ct=clnk&gl=jo.

تقوم هذه المؤ شرات على أ ساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأ سهم الداخلة في عينة المؤشر، ويمكن حساب السعر النسبي للسهم من خلال قسمة سعر السهم اليوم (القيمة السوقية) على سعر نفس السهم لليوم السابق، ثم ضرب الناتج في حاصل ضرب الجذر التربيعي لأسعار الأسهم الداخلة في عينة المؤشر[1].

نماذج بعض الدول لمؤشرات أسعار الأسهم:

سيتم التطرق في هذا البند إلى أشهر المؤشرات العالمية بالإضافة إلى مؤشر بورصة عمان:

1- مؤشر داو جونز الصناعي الامريكي:

ويعتبر أول مؤ شر مالي يعبر عن أسعار الأسهم، حيث بدأ العمل به عام 1896، ويضم هذا المؤشر (30) شركة صناعية أمريكية، ويتم قياس حالة السوق لمتو سط شركات الصناعة عن طريق هذا المؤ شر، ويستخدم هذا المؤ شر في طريقة بناوءه أ سلوب المتوسط المتحرك لأ سعار الأ سهم، فعندما ينخفض المؤشر ثلاثين نقطه هذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الثلاثين شركة الداخله في المؤشر قد انخفضت ثلاثين نقطة[2].

2- مؤشر ستاند آند بور500 الأمريكي:

ويضم هذا المؤ شر (500) سهم من أ سهم الشركات تمثل (400) شركة صناعية، و (40) شركة منافع عامة و (20) شركة في مجال النقل و (40) شركة مالية، وتمتاز عينة المؤ شر بأن حجم الشركات الداخله فيه كبير وانها

---

(1) العلاونة , **مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق العالمية**، مرجع سابق، ص 81 .

(2) حجاج، محمد الهاشمي(2012). **أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية**، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية تخصص مالية الأ سواق، جامعة قا صدي مرباح- ورقلة، الجزائر، ص 34. ، وأنظر آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، مرجع سابق ، ص 106.



تتداول في السوقين المنظم وغير منظم، ويستخدم هذا المؤشر في طريقة بناوءه أسلوب بناء المؤشر على أساس القيمة السوقيه[1].

3- <u>مؤشر فاينانشل تايمز 100</u>: ظهر هذا المؤشر في بورصة لندن عام 1983م ، وتتكون عينة هذا المؤشر من (100) سهم، ويتم إختيار عينة المؤشر حسب الأهمية والحجم، ويتم بناء المؤشر على أساس القيمة السوقية[2].

4- <u>مؤ شر بور صة عمان</u>[3]: تقوم بور صة عمان بإحتساب الأرقام القيا سية لأسعار الأسهم من خلال:

أ- الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم المدرجه.

ب- الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم المدرجه الحرة.

ج- الرقم القياسي غير المرجح.

بورصة عمان

التعريف في بورصة عمان ونشأتها:

تأ سست بور صة عمان عام 1999 بموجب قانون الأوراق المالية الموقت رقم (23) لسنة 1997، وهو إمتداد لسوق عمان المالي الذي أنشيء عام 1978، وتعتبر بور صة عمان مؤ سسة مستقلة تهدف إلى توفير المناخ الملائم لتداول الأوراق المالية من خلال إيجاد بيئة إستثمارية جاذبه وآمنه، وتطبيق أحدث المعايير العالمية لتطبيق أساليب التداول، والعمل على زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص

---

(1) S&P Dow Jones Indices (2015). Index Methodology. On http://www.spindices.com/documents/index-policies/methodology-index-math.pdf Access on 5-9-2015.P 7-9

(2) قبلان، **مؤشرات أسواق الأوراق المالية "دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"**،مرجع سابق، ص 105.

(3) الموقع الإلكتروني لبورصة عمان www.ase.com.jo .



المتعاملين بالأوراق المالية، وهي عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات، وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، كما تهدف شركة بورصة عمان الى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وادارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة، ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لادارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها انشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصله والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والاشخاص داخل المملكة وخارجها.

ومن المتوقع أن يساهم تحويل البورصة إلى شركة في تعزيز المنفعة الإقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، وسيمكنها من تقديم خدمات أفضل



واستقطاب شـركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً(1).

آليات بناء المؤشرات في بورصة عمان وطرق احتسابها:

يعد الرقم القيا سي أحد المؤ شرات الهامة في بور صة عمان لمساعدة المستثمرين والحكومات وأصـحاب العلاقة على تحديد الاتجاه العام لأسـعار الأسـهم وتقييم الو ضع الإقتـصادي بـشكل عام من خلال قياس التغييرات التي تطرأ على الأ سعار خلال فترة معينة، و تقوم بور صة عمان با ستخدام الأرقام القيا سية الآتية لأ سعار الأسهم يمكن توضيحهما كالآتي:

أولا: الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية للأسهم المدرجة :

يمكن تقسيم الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية الى ثلاثة أقسام :

أ- الرقم القـياسـي المرجح بالقيـمة السـوقية للأسـهم الحرة المتا حة للتداول ASE20 :

وهو مؤشـر مرجح يعتمد في حسـابه على القيمة السـوقية للأسـهم الحرة المتاحة للتداول للـشركات، والذي يتألف من 20 شركة مدرجة في بور صة عمان تمتاز بما يلي:

1- معدل دوران مرتفع للاسهم بحيث تكون الأكثر نشاطاً.
2- إرتفـاع قيمتها السـوقية أي بمعنـى أنهـا تعتـبر مـن أسـهم الشـركات القياديـة في البورصـة، وقـد تم بنـاء هـذا المؤشـر علـى أسـاس اختيـار

(1) الموقع الإلكتروني **لبورصة عمان**، http://www.ase.com.jo/ar/node/822، مرجع سابق، تاريخ التصفح 30-3-2020.



الرقم 1000 نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي ASE20 عند اعتماده، ويمتاز بما يلي:

- تشكل القيمة السوقية لشركات العينة نسبة مرتفعة تتجاوز 75٪ من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة.
- تشكل نسبة القيمة السوقية للأسهم الحرة لهذه الشركات 80٪ من إجمالي القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركات المدرجة في البورصة.

أما طريقة بناء هذا النوع من المؤشر يتم باحتساب رقم قياسي مرجح بالأسهم الحرة من خلال احتساب القيمة السوقية لكل شركة مضروباً بالمعامل وفيما يلي توضيح لذلك:

حساب القيمة السوقية للشركة = العدد الكلي للأسهم المدرجة مضروبا بآخر سعر إغلاق سهم الشركة.

حساب قيمة المعامل لكل شركة= نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول مضروباً بوزن الشركة داخل العينة.

بمعنى أن المعامل هو عبارة عن نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحاً منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون (5٪) فأكثر وملكيات الحكومات، ومن ثم ضربها بمعامل الوزن المعدل والذي يعتمد على وزن الشركة من عينة الرقم القياسي قبل وبعد تحديد وزن 10٪ للشركات التي يزيد وزنها عنها.

وبهدف تخفيض أوزان بعض الشركات في المؤشر ليصل الى 10٪ في حدها الأعلى لتخفيض تأثيرها على تحركات الرقم القياسي، يتم تعديل قيمة المعامل لأي شركة يزيد وزنها عن (10٪) من القيمة السوقية للشركات الداخلة في المؤشر، بحيث يتم تخفيض قيمته للمحافظة على نسبة (10٪)،



حيث تقوم منهجية احتساب الرقم القياسي على أساس عدم تجاوز وزن أي شركة بالعينة عن (10٪) من القيمة السوقية للمؤشر.

ب- الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية: يعتمد هذا الرقم القياسي أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لشركات العينة وذلك من خلال إعطاء وزناً لكل شركة بمقدار ما تشكله قيمتها السوقية من إجمالي القيمة السوقية لعينة المؤشر، ويتم حساب المؤشر من خلال هذه الطريقه كما يلي:

المؤشر عند لحظه زمنية معينة =

$$\frac{\text{القيمة السوقية لشركات العينة عند لحظه زمنية معينة}}{\text{القيمة السوقية الأساسية لسنة الأساس (1991)}^{(1)}} \times 1000$$

ويتم احتساب القيمة السوقية الأساسية لسنة الأساس من خلال المعادلة الآتية:

القيمة السوقية الأساسية لسنة الأساس-1 ×(القيمة السوقية لشركات العينة في لحظة زمنية معينة / القيمة السوقية المعدلة عند لحظة زمنية معينة)

ويتم احتساب القيمة السوقية المعدلة عند لحظة زمنية معينة من خلال اجراء كافة التعديلات على الرقم القياسي من حيث زيادة رؤوس الأموال أو سحب أو إضافة بعض الشركات إلى/ من العينة وذلك كما يلي:

القيمة السوقية المعدلة عند لحظة زمنية معينة = القيمة السوقية لشركات العينة عند لحظة زمنية معينة ـــ القيمة السوقية للاصدارات الجديدة من اسهم الشركات

(1) يعود سبب اختيار سنة 1991 سنة اساس لانها كانت سنة طبيعة أي انها لم تتعرض لحدوث تأثيرات جوهرية على الاسعار سواء بالإرتفاع أو بالإنخفاض وبالتالي كانت سنة انطلاق المؤشر، هذا من خبرة الباحث في مجال الأسواق المالية بالتعاون مع السيد سامي حطاب مدير دائرة الابحاث في بورصة عمان.

المكونة لعينة الرقم القياسـي–القيمة السـوقية لأي شـركة أضـيفت الى العينة خلال فترة لحظة زمنية + القيمة السـوقية لأي شـركة كانت في عينة الرقم القياسـي خلال الفترة السابقة وتم سحبها خلال الزمن.

و سيتم إعتماد الرقم القيا سي لأ سعار الأ سهم المرجح بالقيمة السوقية لغايات بناء المؤشر لهذه الدراسة.

ج- الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة:

يتميز هذا المؤشـر بعدم تحيزه بشـكل كبير للشـركات ذات القية السـوقية العالية, وبالتالي يعطي تمثيلاً افضـل لتحركات اسـعار الأسـهم في السـوق, وتمّ اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة اسـاس للرقم القياسـي كما في نهاية العام 1999, ويتم احتساب الرقم القياسي حسب هذه الآلية كما يلي:

الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة=

مجموع حاصل ضرب القيمة السوقية لأسهم شركات العينة في المعامل للشركة

مقام الرقم القياسي Divisor

والمعامل للشـركة عبارة عن رقم أكبر من صـفر وأقل من 1 يتم احتسـابه بناءً على نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم المتاحة للتداول.

ثانيا: الرقم القياسي لاسعار الأسهم غير المرجح:

يتميز هذا المؤ شر باعطائه أوزاناً لكافة أ سهم الشركات الداخلة في عينة المؤ شر بشكل متساوي, وبغض النظر عن سعر سهمها او قيمتها السوقية.

ويتم احتسابه باعتماد اسلوب المعدلات الهندسية (الوسط الهندسي)، ويستخدم هذا المؤ شر اللوغاريتم الا ساس (10) لنـسب ا سعار المقارنة الى أ سعار الأ ساس لشركات عينة الرقم القياسي.


رقابة
الأسواق المالية

الفصل الثالث

الرقابة والتفتيش في الأسواق المالية



الفصل الثالث

الرقابة والتفتيش في الأسواق المالية

يتناول هذا الفصل من هذا الكتاب الإطار العملي لمفهوم الرقابة والتفيش في أسواق رأس المال ويعتبر هذا الجزء هو محور هذا الكتاب لانه جاء ليوضح كيفية التفتيش والرقابة من الناحية العملية في سوق الأوراق المالية، لذلك سيندرج تحت هذا الفصل توضيح لمفهوم الرقابة والتفتيش بشكل عام والتطرق الى المنظمة الدولية لهيئات سوق المال (الأيسكو) كونها أرفع منظمة مهنية دولية في مجال الرقابة والإشراف على أسواق رأس المال والتطرق لهيئة الأوراق المالية المالية الأردنية كونها الجهة المنظمة والمشرفة بموجب الأنظمة والقوانين لتطبيق الرقابة على أسواق رأس المال وبيان أهمية وأساليب الرقابة والتفتيش والبرامج المعمول بها، وأهم الأساليب المستخدمة للكشف عن التجاوزات والممارسات والتلاعبات غير القانونية في البورصة.

مفهوم الرقابة والتفتيش

يعتبر توافر أمور الرقابة والتفتيش من الحاجات المهمة والضرورية لإقامة الأسواق المالية، من أجل منع وقوع الضرر أو الحد منه على جميع الاصعدة سواء الإقتصادية أو السياسية أو الاجتماعية، لذلك قامت معظم الدول بإنشاء مؤسسات مختصة تُعنى بالرقابة والتفتيش للتأكد من مدى تطبيق القوانين والأنظمة والتعليمات، وبما أن عالم الجرائم والتلاعب والممارسات غير القانونية وغير الاخلاقية يتطور باستمرار، فانه يتوجب أن يكون هناك تطور في مفهوم الرقابة والتفتيش، لذلك فإن علم الرقابة والتفتيش أصبح يتطور بشكل بارز وملحوظ وخاصة في مجال المال والإقتصاد والعملات والمبادلات التجارية لذلك تحرص



الدولة والمؤسسات والأفراد على سلامة سير الإقتصاد في الطريق الصحيح، الأمر الذي يتطلب مزيداً من الاهتمام بعملية الرقابة والتفتيش خاصة من قبل الدولة متمثلة بأجهزتها الرقابية ومنها البنك المركزي أو هيئة الأوراق المالية للتأكد من عدم التلاعب بأموال المساهمين والمستثمرين والمودعين.

علاقة الرقابة بالتفتيش:

فَتَشَ عن الشيء بمعنى سأل عنه وا ستقصاه، أما في الأعمال فمعناه، فحصها ودقها ليعرف مدى ما اتبع في إنجازها من دقة واهتمام والمُفتّش: شخص أو جهة تقوم بالرقابة والتفتيش والفحص للتأكد من سلامة سير الأعمال وفق القواعد والأسس والقوانين [جـ]، كما وعرفه أبو البقاء الكفوي حيث جعل التفتيش مرادفاً للفحص[□].

تعريف الرقابة : هي التأكد من تنفيذ الخطة وأنه يؤدي لتحقيق الهدف المحدد في البداية والعمل على كشف مواطن الضعف لعلاجها وتقويمها ومنع تكرارها[لح].

ويمكن تعريفها: على أنها عملية مقارنة ما بين العمل المنجز فعلاً والخطة الموضوعة مسبقاً، بهدف تصحيح الأخطاء ومحاسبة المسببين لها، وتداركها مستقبلاً.

كما ويمكن تعريف الرقابة أيضاً أنها الفحص والتدقيق والتفتيش للتأكد من ضمان تطبيق القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها، بهدف اكتشاف التلاعبات والأخطاء المقصوده وغير المقصودة وذلك بهدف معالجة نقاط الضعف ومنع حدوثها وتكرارها وتعزيز نقاط القوة، وحماية الأموال والممتلكات سواء للأفراد أو الجماعات أو المؤسسات أو الشركات.

---

(1) مجمع اللغة العربية ، 1989، **المعجم الوجيز** ، المجلد رقم 1، ص 461.

(2)الكفوي، أبو البقاء (1998)، الكليات 245.

(3) بدوي، عبد السلام (2009)، الرقابة على المؤسسات العامة، د ط، مكتبة الانجلو المصرية، القاهرة، مصر، ص 87.

وبهذا يتضح أن التفتيش مرادف للرقابة، لأن التفتيش يؤدي إلى حفظ القوانين والأنظمة والتعليمات من خلال الفحص والتدقيق في الأوراق والســـجلات للتأكد من مدى الالتزام بالقواعد والقوانين .

لذلك يعتبر الدور الرقابي في مجال عمل الأســـواق المالية من الأدوار الهامة والاســاسـية لهيئات الأوراق المالية في كل بلد من بلدان العالم، الأمر الذي يتطلب وجود مؤسسة دولية تضم في عضويتها تلك الهيئات الرقابية لتعمل وتحكم طبيعة عمل تلك الهيئات الرقابية بصـــورة منظمه، وعليه تم انشـــاء المنظمة الدوليةلهيئات الأوراق المالية (الأيســكو) (IOSCO)، وهي المؤســـسة التي تعنى في مجال الرقابة والإشراف والتنظيم في مجال عمل أسواق رأس المال، لذلك ينبغي التطرق الى أعلى مســـتوى في هذا المجال وهي المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الأيســـكو) (IOSCO).

المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الأيسكو) (IOSCO):

International organization ofsecurities commissions

تُعد المنظمة الدولية لهيئات ســـوق رأس المال (الأيســـكو) أرفع منظمة مهنية دولية في مجال الرقابة والإشــراف على أســواق رأس المال، وقد تأســـست في عام 1983م ومقرها الدائم في إسبانيا، وتضم في عضويتها حوالي 218 دولة، أي ما يعادل 90٪ تقريباً من هيئات أسوق الرقابة على أسواق رأس المال في العالم، وهي معترف بها من قبل المجتمع الدولي وينبغي على أعضـــائها الالتزام بمبادئها وتحقيق متطلباتها، وتســعى جميع الهيئات المشـرفة على أســواق رأس المال للحصــول على عضوية منظمة IOSCO لأن هذه العضوية تعتبر بمثابة شهادة عالمية على أن الأطر القانونية والرقابية التي تنظم قطاع الأوراق المالية في الدولة العضـــو تتوافق والمعايير والمتطلبات الدولية.



المعايير الدولية لعمليات الرقابة والإشراف على الأسواق المالية

عملت المنظمة الدولية لهيئات سوق رأس المال على وضع المعايير الدولية والمبادئ التوجيهية لعمليات الرقابة والإشراف على أسواق رأس المال من أجل الوصول الى ما يلي[1]:

1- الحفاظ على كفاءة وسلامة التعاملات بأسواق رأس المال الدولية من خلال التعاون مع جميع أعضائها من الهيئات الرقابية للأوراق المالية للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية.

2- تبادل المعلومات والخبرات بين الاعضاء من أجل تحقيق التطور لأسواق رأس المال .

3- توحيد الجهود بهدف تحقيق مستويات فعالة للرقابة على التعاملات الدولية للأوراق المالية.

4- زيادة المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة التداول بالأوراق المالية وذلك من خلال سن القوانين واللوائح التنفيذية ضد المخلفات التي تشهدها بعض التعاملات بأسواق رأس المال.

وقد أقرت منظمة الأيسكو مجموعة من المبادئ عددها (38) لتنظيم أسواق رأس المال للدول الأعضاء، والتي تم وضعها بهدف تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هي:

1. توفير الحماية اللازمة لكافة المستثمرين في قطاع الأوراق المالية.
2. ضمان أن هذه الأسواق تحقق العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات.
3. التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية.

1 المنظمة الدولية الايسكو، http://www.iosco.org.



المبادئ الخاصة بالمنظمة الدولية لهيئات سوق رأس المال (الأيسكو)

عملت المنظمة الدولية لهيئات ســوق المال (الأيســكو) على وضــع المبادئ الخا صة لجميع أطراف الـ سوق الـ سوق رأس المال، حيث تم تقـ سيم تلك المبادئ الى ثمان مجموعات رئيسية يمكن إبرازها كالاتي:

أولا: المبادئ الخاصة بالجهة المنوط بها وضع القواعد التنظيمية لسوق المال:

ويقـ صد بها الجهات المـ سؤولة عن تنظيم وتـ شريع عمل أ سواق رأس المال مثل الهيات الخاصة بالأوراق المالية والتي يتطلب ان يتوافر لديها ما يلي:

1- يجب أن يتوافر الوضــوح في المهام الخاصــة بالجهة المنظمة لســوق رأس المال.

2- توفير الا ستقلالية المالية والإدارية للجهة المنظمة للسوق في تنفيذ أعمالها وممارسة سلطاتها والمسئولية عن ممارستها لوظائفها وسلطاتها.

3- أن يتوافر للجهة المنظمة للســوق الســلطة الكافية والموارد اللاز مة بالإضافة إلى القدرة على أداء وظائفها وممارسة سلطاتها.

4- يجب على الجهة المنظمة للســوق أن تتبنى إجراءات تنفيذ ية تتســم بالوضوح والتناسق فيما بينها.

5- يجب على فريق العمل بالجهة المنظمة للســوق أن يتطلع إلى تطبيق أعلى المستويات القياسية الخاصة بالعمل بما في ذلك مقاييس السرية المناسبة.

ثانيا: المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم:

1- على الجهة المنظمة للسوق الا ستفادة من عمل المؤ سسات ذاتية التنظيم التي تمارس مهام ا شرافية مبا شرة في المجالات الخا صة بها إلى المدى الذي يتناسب مع حجم ونضج الأسواق.



2- يجب أن تكون المؤسسات ذاتية التنظيم خاضعة لإشراف الجهة المنظمة للسوق كما يجب أن تراقب مقاييس العدالة والسرية عند ممارسة السلطات.

ثالثا: المبادئ الخاصة بالتطبيق للقواعد التنظيمية للأسواق المالية:

1- يجب أن يكون للجهة المنظمة سلطات الفحص الشامل والاستجواب والرقابة.

2- يجب أن تتمتع الجهة المنظمة للسوق بسلطات التطبيق الشامل للقواعد التنظيمية للسوق.

3- يجب أن يضمن هذا النظام التطبيق الفعال والصحيح لعمليات التفتيش والاستجواب والرقابة وسلطة التنفيذ والتحقق من فاعلية البرنامج المطبق لهذه القواعد.

رابعا: المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية:

1- يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تتمتع بالسلطة لتشارك بالمعلومات المنشورة وغير المنشورة مع الأسواق المحلية والأجنبية المماثلة لها.

2- يجب أن تضع هيئة سوق المال نظاما لتبادل المعلومات وتحدد وقت وكيفية تبادل المعلومات وغيرها مع الجهات المحلية والأجنبية المماثلة لها.

3- يجب أن تسمح اللوائح التنظيمية للقائمين بالعمل بعد الجهات الأجنبية المنظمة لأسواقها بما تحتاجه لعمل تحقيقات تختص بأدائها لوظائفها وممارسة سلطاتها.



خامسا: المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية:

1- يجب أن يتوافر إفصاح كامل ودقيق وفي توقيت مناسب عن المؤشرات المالية وكذلك المعلومات الأخرى التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم.

2- يتعين أن يعامل مالكو أسهم الشركات بأسلوب يتسم بالعدل والمساواة.

3- يجب أن تكون معايير المحاسبة والمراجعة في أعلى المستويات المقبولة عالميا.

سادسا: المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي- صناديق الاستثمار:

1- التقيد بتحديد القواعد التنظيمية للترخيص والأحكام المنظمة لصناديق الاستثمار ومديري الاستثمار.

2- يجب أن توفر القواعد التنظيمية الشكل القانوني لهذه الصناديق وقواعد الفصل أو العزل والحماية لأصول العميل.

3- يجب أن تشترط اللوائح ضرورة الإفصاح كما هو موضح مسبقا في المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية وذلك حتى يمكن تقييم مدى صلاحية صندوق الاستثمار بالنسبة للمستثمرين وتحديد قيمة العائد على الاستثمار في هذا الصندوق.

4- يجب أن تتضمن اللوائح التنظيمية وجود قاعدة بيانات مناسبة للكشف عن قيمة الأصل والتسعير ووحدات الاسترداد بالصناديق.

سابعا: مبادئ خاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية:

1- يجب أن تضع اللوائح التنظيمية حداً أدنى من الشروط الواجب توافرها للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

2- يجب أن يتوافر للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية رأس مال مصدر وقابل للزيادة بالإضافة إلى متطلبات أخرى لازمة لهذه الشركات.



3- يجب على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن تستجيب للقواعد المطلوبة بالنسـبة للتنظيم الداخلي لهذه الشـركات والخبرة اللازمة للمديرين والتي تهدف لحماية مصالح العملاء وبحيث تقبل الإدارة تحمل المسئولية تجاه هذه المتطلبات.

4- يجب توافر اجراءات قانونية للتعامل مع عدم توفيق الشركات العاملة في مجال الأوراق في أداء أعمالها للحد من أضـرار وخسـائر المسـتثمرين واحتواء مخاطر المعاملات.

ثامنا: مبادئ خاصة بالسوق الثانوي (سوق التداول)

1- يجب أن يخضـع نظام التداول وإنشـاء بورصـات الأوراق المالية لسـلطة وإشراف الجهة المنظمة للسوق.

2- يجب توافر رقابة مستمرة وإ شراف على البور صة ونظم التداول بهدف ضمان سلامة المعاملات من خلال المحافظة على قواعد العدالة والمساواة التي تحقق التوازن المناسب بين مطالب مختلف المتعاملين بالسوق.

3- يجب أن تهدف القواعد والأحكام والضـوابط إلى شـفافية التعامل في البورصة.

4- يجب أن توضـع الضـوابط والأحكام والقواعد التي تضـمن كشـف عمليات التلاعب في الأسـعار والممارسـات غير العادلة وتعمل على منعها.

5- يجب أن توضع الضوابط والأحكام والقواعد التي تؤدي إلى تقليل مخاطر عدم الوفاء بالإلتزامات المالية التي قد تؤثر على أداء السوق.

6- يجب أن يخضع نظام التسوية والمقاصة للعمليات في الأوراق المالية إلى إشراف الهيئة بحيث يضمن العدالة والفاعلية والكفاءة والحد من مخاطر المعاملات.

وبعد استعراض المبادىء الخاصة للمنظمة الدولية للاشراف على الهيئات المعنية بالتنظيم والرقابة على أسواق رأس المال، ينبغي التطرق الى توضيح عمل هذه الهيئات الرقابية وأهدافها وطرق الرقابة المستخدمة لتحقيق أهدافها وعليه سوف نستعرض التجربة الأردنية في هذا المجال.

هيئة الأوراق المالية الأردنية

تأ سس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (31) لـ سنة 1976 حيث بدأ أول يوم عمل فعلي له كسوق منظم للأوراق المالية في 1/ 1/ 1978، وكان من أهم أهدافه :

1- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية.
2- توجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد الوطني.
3- تنظيم ومراقبة إ صدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.

وكان سوق عمان المالي يقوم بدورين رئيسيين هامين هما دور الهيئة الرقابية على سوق رأس المال، ودور البورصة التقليدية للأوراق المالية.

وفي عام 1997 صدر قانون الأوراق المالية رقم 23 والذي بموجبة تم إعادة هيكلة السوق وأنشئت هيئة الأوراق المالية لتتولى الدور التنظيمي والرقابي في السوق، كما تم إنشاء بورصة عمان كسوق نظامي

لتداول الأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية الذي أوكل إليه مهمة تسجيل الأوراق المالية وتدقيقها ونقل ملكيتها وإجراء التقاص والتسوية لها.



مهام هيئة الأوراق المالية الأردنية

تعمل الهيئة على تأمين كافة سبل الحماية لجميع المتعاملين بالسوق المالي من خلال:

1. إصدار التشريعات التي تساهم في تنظيم وتطوير سوق رأس المال وتساعد في توفير المناخ الملائم للاستثمار في الأوراق المالية.
2. توفير الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، وتزويد المستثمر بكافة المعلومات الضرورية التي يحتاجها في اتخاذ قراره الاستثماري سواء كانت تتعلق بأداء الشركات المصدرة للأوراق المالية أو بعملية التداول أو بالجهات الخاضعة لرقابة الهيئة.
3. العمل على تطوير الخدمات المالية الضرورية في سوق رأس المال والنهوض بمستوى الخدمات الموجودة، ووضع الشروط اللازمة لتقديمها.
4. تنظيم وتشجيع إنشاء صناديق الا ستثمار المشترك وو ضع التشريعات المنا سبة لها مما يساهم في توفير الفرص الا ستثمارية لصغار المستثمرين والإدارة الكفؤة للاستثمار، إضافة لمرونتها الكبيرة ومقدرتها على تنويع استثماراتها مما يقلل تعرضها للمخاطر بشكل عام.
5. تطبيق المعايير الدولية في سوق رأس المال ومؤسساته، من خلال احدث المعايير المتعلقة بالإفصاح أو التداول الإلكتروني ، أو بحفظ وتسوية أثمان الأوراق المالية إلكترونياً، والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق الدولية على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة.
6. اعتماد معايير السلوك المهني للعاملين في الهيئة والبورصة ومركز الإيداع ولأعضائه.



7. فرض العقوبات الرادعة بحق المخالفين ومرتكبي الأعمال المحظورة.
8. توعية المستثمرين والجمهور بشكل عام بسوق رأس المال الوطني ومؤسساته، والاستثمار في الأوراق المالية.
9. توفير التدريب المستمر لكادر الهيئة والعاملين في البورصة ومركز الإيداع والارتقاء بمستواهم العلمي والمهني إضافة إلى الاهتمام بتدريب العاملين في شركات الخدمات المالية والمرخص لهم والمعتمدين، والتركيز على رفع كفاءتهم العملية والمهنية.
10. تلقي الشكاوى من الجمهور والمستثمرين والتحقيق فيها واتخاذ الإجراءات المناسبة، بما في ذلك إيقاع العقوبات على من يخالف أحكام القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه.
11. تعزيز الأجهزة الرقابية على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة، وتعزيز الرقابة اليومية على التداول في بورصة عمان.

أهمية الرقابة والتفتيش على الأسواق المالية:

أضحى عالم الاستثمار في الأسهم والأوراق المالية في الأسواق المالية والبورصات تشغل حيزاً كبيراً سواء على مستوى الدول أو المؤسسات أو الأفراد، وبالتالي هذا يتطلب مزيداً من التنظيم من خلال توفير كافة المتطلبات التشريعية والفنية لضمان آمن وسلامة أموال المستثمرين للحد من الممارسات والتلاعبات الغير مشروعة التي يستخدمه بعض المتلاعبين في عالم الأسواق المالية من خلال اتباعهم لمجموعة من الأساليب غير شرعية ولا اخلاقية.

وفي ضوء أهمية عمل الأسواق المالية ودورها الهام والمحوري في المجال الإقتصادي بتحويل المدخرات نحو الإستثمارات، تبرز الحاجة الى اتباع سياسات رقابية تهدف الى:



1- توضيح القوانين والأنظمة والتعليمات والتشريعات المعمول بها في سوق رأس المال للأشخاص المرخص لهم وتزويدهم بالمعلومات والارشادات التي تمكنهم من اتباع اجراءات عمل سلمية خالية من المخالفات.

2- التحقق من مدى التزام الشركات والجهات العاملة في السوق المالية والخاضعة لرقابة السلطات الرقابية بالقوانين والتعليمات الصادرة عن ادارات السوق المالي ممثلة بهيئة الأوراق المالية بما يحقق أقصى منفعة لهم.

3- تحديد المشاكل والصعوبات التي قد تواجه عمل المتعاملين بسوق راس المال وخاصة شركات الخدمات المالية وتحديد الإجراءات التصويبية بشأنها ومدى اتباع هذه الشركات لأفضل الممارسات العالمية.

4- رفع مستوى الوعي العام حول أهمية تطبيق القوانين والأنظمة والقرارات الصادرة بمقتضاه لجميع المتعاملين في سوق رأس المال وبالتالي تعزيز الثقة لدى المتعاملين مع هذه الشركات.

5- ايجاد البدائل والحلول للعمل في ظل الظروف والأزمات التي يمكن ان تصيب تلك القطاعات للمساهمة في إستمرارية وجودها والمحافظة على الكيانات الاستثمارية.

وعليه يمكن ابراز أهمية الرقابة والتفتيش على أسواق رأس المال بما يلي:

1- تحتل الأسواق المالية دوراً هاماً وأساسياً في تشكيل الإقتصاد وتجميع المخرات من أصحاب الفوائض المالية وتوجيهها نحو الإستثمارات، لتشكل مع قطاع البنوك الركائز الاساسية لأي اقتصاد في العالم.



2- توفير ســوق عادل وكفؤ لجميع المتعاملين بالادوات المالية الاســتثمارية من خلال ايجاد المناخ الملائم للاســتثمار، بحيث يتم العمل على ايجاد أسس سليمة وعادلة تتسم بالشفافية والمصداقية (1).

3- تطوير ســوق الأوراق المالية وزيادة حجم الإســتثمارات والتداولات بحيث يكون بيئة جاذبة للاستثمارات الخارجية والاجنبية والمحلية.

4- العمل على ســلامة ســوق الأوراق المالية من حيث اســتباق وقوع الازمات والتلاعبات والاســتعداد المســبق لمواجهتها، ووضــع الحلول والمقترحات التي قد تساعد على تجنب وقوعها مسبقا أو الحد من منها قدر الامكان.

5- متابعة تقيد المتعاملين بســوق الأوراق المالية بالأنظمة والقوانين والقرارات الصــادرة من الجهات الرقابية وتغطية ومعالجة النقص أو القصــور في تلك القوانين والأنظمة وتعديلها اولاً بأول، بهدف حماية جميع المتعاملين وضمان المنفعة لهم جميعاً.

أساليب التفتيش والرقابة في مجال سوق الأوراق المالية:

تشــير معظم اللوائح والقوانين الى الجهات الخاضــعة لرقابة هيئة الأوراق المالية وهذه الجهات هي (المصــدرين وهم شــركات المســاهمة العامة، والمرخص لهم وهم شــركات الخدمات المالية التي تزاول أعمال الخدمات المالية والمعتمدين كالوســطاء الماليين والصــناديق الاســتثمارية وشــركات الاســتثمار) وعليه يمكن إبراز أســاليب الرقابة والتفتيش في مجال عمل الأسواق المالية والخدمات المالية الى أسلوبين :

1 – مداني، احمد، **أنظمة الرقابية المالية العربية واعادة هيكلتها، 2017**، مجلة اقتصــاديات شمال افريقيا، العدد 17، السداسي الثاني، ص 224.



الأسلوب الأول : التفتيش والرقابة المكتبية.

الأسلوب الثاني : التفتيش والرقابة الميدانية.

لذلك سنقوم بتصنيف أهم أنواع الرقابة والتفتيش وذلك حسب الجهات الخاضعة لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك كما يلي:

أولاً: الرقابة والتفتيش على الجهات المصدرة للأوراق المالية وتقييدها بمتطلبات الافصاح:

ثانياً: الرقابة والتفتيش على ممارسو الخدمات المالية.

ثالثاً: الرقابة والتفتيش على عمليات التداول.

أولا: الرقابة والتفتيش على الجهات المصـدرة للأوراق المالية وتقييدها بمتطلبات الافصاح :

يقصد بالجهات المصدرة للأوراق المالية بانها الشخص الاعتباري الذي يصدر أوراقاً مالية أو يعلن عن رغبته في اصدارها وتشمل الأوراق المالية على ما يلي:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- اسناد القرض الصادرة عن الشركات.
- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة والمؤسسات الرسمية أو العامة أو البلديات.
- إيصالات ايداع الأوراق المالية.
- الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك.
- عقود الخيار سواء البيع أو الشراء والعقود آنية التسوية وآجلة التسوية.

وبالتالي أي شخص اعتباري يصدر أي أوراق مالية فإن هيئة الأوراق المالية بموجب الأنظمة والقوانين تقوم بالرقابة والتفتيش على ذلك الشخص الاعتباري من خلال التفتيش والرقابة المكتبية



على إ صدار الأوراق المالية وتسجيلها لدى الهيئة، حيث تتمثل رقابة وا شراف هيئة الأوراق المالية على شؤون إصدار الأوراق المالية وتسجيلها من خلال الاتي :

- متابعة تسجيل رؤوس أموال الشركات المصدرة بما في ذلك دراسة نشرات الإصدار وعلى طرح الأسهم للاكتتاب.
- متابعة تعديل رؤوس الاموال سواء بالإرتفاع أو بالإنخفاض من خلال تجزئة الأسهم أو دمج الشركات.
- متابعة درا سات الجدوى الإقتصادية المتعلقة بها ودرا سة البيانات المالية للشركات المصدرة لغايات تسجيل الأوراق المالية.
- متابعة عمليات إصدار السندات وتسجيلها بالإضافة إلى تسجيل صناديق الاستثمار المشترك ومتابعتها.
- متابعة شؤون الإدراج المشترك للشركات المصدرة والعمليات المتعلقة بأسهم الخزينة، وإعداد الجداول الإحصائية المتعلقة بالإصدارات الأولية ورؤوس الأموال المسجلة لدى الهيئة.

وبعد الموافقة على نشرات الاصدار وتسجيلها وإدراجها ضمن الأسهم المسموح بتداولها في البورصة تقوم الهيئة بالتأكد من مدى التزام الجهات المصدرة للأوراق المالية بكافة القوانين والأنظمة والتعليمات الصادرة عنها، وهي تمثل الخطوة الاولى والأساسية في المتابعة الدورية لتلك الجهات، لذلك هذا النوع من الرقابة والتفتيش (المكتبي) يشتمل على دراسة وتحليل ومراجعة البيانات المالية والتي تقدم في مواعيد محدده أو عند طلبها من قبل الجهات الرقابية في السوق المالي ممثلة بهيئة الأوراق المالية، الأمر الذي يسهل عملية تقييم اداء تلك الشركات ومعرفة المشاكل والصعوبات التي قد تتعرض لها، وكذلك مقارنة أداء عمل تلك الشركات مع مثيلاتها من نفس القطاع، وتعتمد أهمية الرقابة المكتبية على مدى صحة البيانات المالية المزودة للسلطات الرقابية، ومن أبرز معالم الرقابة المكتبية على الجهات المصدرة للاوراق المالية وتقييدها بمتطلبات الافصاح الرقابة على بيانات



ومعلومات الجهات المصــدرة للأوراق المالية وهي الشــركات المســاهمة العامة أو الرقابة والتدقيق على إفصــاح تلك الجهات، حيث تعتبر المعلومات الواردة الى الســوق المالي الركيزة الاســاســية والعمود الفقري لاي مســتثمر لاتخاذ قراره الاستثماري، وذلك لأن المعلومات وتوقيتها وسرعة استجابة اسعار الأوراق المالية لها ارتبطاً وثيقاً بمفهوم كفاءة السوق للأوراق المالية كما تم توضيحه سـابقاً، لذلك فرضــت الجهات الرقابية ممثلة بهيئة الأوراق المالية مجموعة كبيرة من متطلبات الافصاح على تلك الشركات من خلال دوائر معنية لمتابعة تلك المتطلبات.

لذلك تقوم دائرة الإفصــاح في هيئة الأوراق المالية بمجموعة كبيرة من المهام والوظائف ومن أهمها التأكد من مدى التزام الجهات المصــدرة للأوراق المالية وتقيدها بمتطلبات الإفصاح والالتزام بمبادئ حوكمة الشركات ومعايير الانضباط المؤسسي الواجبة التطبيق.

ويمكن تقسيم أهم أنواع الرقابة في مجال الافصاح الى قسمين:

الأول : الرقابة على إفصاح البيانات والمعلومات المالية.

الثاني : الرقابة على إفصاح المعلومات غير المالية.

الأول: الرقابة على إفصاح البيانات والمعلومات المالية:

يعتبر الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية وسيلة أساسية لمعرفة الوضع الحقيقي والمركز المالي للشــركات المصــدرة للأوراق المالية، ومن أهم المعلومات والبيانات التي يتم مراقبتها والتأكد منها مايلي[1]:

1. التأكد من قيام الشــركة المصــدرة للأوراق المالية بنشــر أعمالها الأولية بعد قيام مدقق حساباتها الخارجي بإجراء عملية المراجعة الأولية لتلك البيانات خلال 45 يوم من انتهاء السنة المالية للشركة، متضمنة صافي الايرادات

1- تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة 2004 وتعديلاتها حتى سنة 2019- هيئة الأوراق المالية – الأردن.



وصافي الربح المتوقع قبل الضريبة ومخصص ضريبة الدخل وحقوق الاقلية في الأرباح.

2. التأكد من قيام مجلس إدارة الشركة المصدرة للأوراق المالية بنشر وتزويد هيئة الأوراق المالية بالتقرير السنوي المدقق بالكامل من قبل مدقق حسابات الشركة وفقاً لمعايير التدقيق المعتمدة خلال مدة لا تزيد عن ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية للشركة متضمنة ما يلي:
   - الميزانية العمومية (المركز المالي).
   - حساب الارباح والخسائر.
   - قائمة التدفق النقدي وبيان تغيرات حقوق المساهمين.
   - الايضاحات حول البيانات المالية، وعمل مقارنة مع السنة المالية التي سبقتها، و بيان الأثر المالي للعمليات غير المتكررة والتي لا تدخل ضمن نشاطات الشركة الرئيسية.
   - بيان السلسلة الزمنية للأرباح أو الخسائر والارباح الموزعة واسعار الأوراق المالية لمدة لا تقل عن خمس سنوات، وتحليل المركز المالي للشركة وبيان اتعاب التدقيق للشركة والشركات التابعة وبيان عدد الأوراق المالية من قبل اعضاء مجلس إدارة الشركة واقاربهم، وبيان المكافآت والمزايا التي يتمتع بها اعضاء مجلس إدارة الشركة، وبيان التبرعات والمنح التي دفعتها الشركة.

3. التأكد من قيام مجلس إدارة الشركة المصدرة للأوراق المالية بتزويد هيئة الأوراق المالية بتقرير نصف سنوي مقارن ونشره خلال فترة لا تتجاوز شهر من انتهاء نصف السنة المالية للشركة المصدرة متضمن الميزانية العمومية وحساب الارباح والخسائر وبيان التغيرات في حقوق المساهمين وقائمة التدفق النقدي وبعض الايضاحات الضرورية ونصف السنوية،



والتأكد أيضا بان مدقق حسابات الشركة المصدرة قام بإجراء مراجعة للقيود والبيانات المالية وفقاً لمعايير التدقيق المعتمدة.

4. التأكد من قيام الشركة المصدرة للأوراق المالية والتي تقوم بتغيير سنتها المالية بإعداد البيانات المالية والتي تغطي الفترة الانتقالية من نهاية السنة السابقة وبداية السنة المالية الجديدة بنشرها وتزويد هيئة الأوراق المالية بها خلال فترة لا تتجاوز 45 يوم من نهاية الفترة الانتقالية متضمنة الميزانية العامة وحساب الارباح والخسائر خلال الفترة الانتقالية وقائمة التدفق النقدي وبيان التغيرات في حقوق المساهمين والايضاحات الخاصة حول البيانات المالية وتقرير مدقق الحسابات للفترة الانتقالية.

5. التأكد من أن نتائج البيانات الاولية الأولية للشركة المصدرة للأوراق المالية لم تختلف عن عن البيانات المالية السنوية بنسبة تزيد 20٪، واذا إختلفت يجب تعزيزها من قبل مدقق حسابات الشركة المصدرة وبيان الأسباب والإيضاحات اللازمة لذلك.

الثاني : الرقابة على إفصاح المعلومات غير المالية:

يعتبر الإفصاح عن المعلومات غير المالية للشركات المصدرة للأوراق المالية أمر هام وضرورة ملحة تساعد جميع المتعاملين بالأسواق المالية لاتخاذ قرارهم الاستثماري، ويمكن إبراز أهمية الافصاح عن المعلومات غير المالية بالنقاط الآتية :

1- إن الاكتفاء بالإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية لوحدها فقط لم يعد كافياً للمستثمر لاتخاذ قرارة الاستثماري في مجال الاستثمار في الأسواق المالية.

2- التقارير المالية بكافة أنواعها ومحتوياتها لا يمكنها إبراز الصورة الحقيقة الكاملة والواضحة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية.



3- **زيادة الوعي لمتخذي القرارات الاســـتثمارية وزيادة قدرتهم على التنبؤ في مستقبل الشركة المصدرة للأوراق المالية.**

4- **يعتبر الافصاح عن المعلومات غير المالية مؤ شراً لقياس مدى نجاح الشركة المصدرة للأوراق المالية فهناك علاقة طردية اثبتتها العديد من الدراسات ما بين زيادة الافصاح عن المعلومات غير المالية وفاعلية الشركة وكفاءتها[1].**

ونظراً لأهمية هذا النوع من الافصـــاح فقد الزمت هيئة الأوراق المالية الشركات المصـدرة للأوراق المالية بضـرورة تزويده ونشر هذه المعلومات غير المالية، لذلك تتولى دائرة الافصـــاح عمليات الرقابة والتأكد من مدى التزام الشـركات المصـدرة للأوراق المالية بنشـر المعلومات غير المالية والتي من أهمها:

1- **تضـــمين التقرير الســـنوي عند اعداده وتزويد هيئة الأوراق المالية به ونشـــره خلال مده لا تزيد ثلاثة أشـــهر من انتهاء الســـنة المالية للجهة المصدرة للأوراق المالية ما يلي:**

أ- **كلمة رئيس مجلس الإدارة.**

ب- **تقرير مجلس الإدارة متضمناً ما يلي:**

- **وصـــف لأنشـــطة الشـــركة الرئيســـية وأماكنها الجغرافية وحجم الاســـتثمار الرأسمالي ومجموع عدد الموظفين في كل منها.**
- **توضيح للشركات التابعة وطبيعة نشاطها وعملها.**
- **تحديد أعضـــاء مجلس الإدارة مع نبذة تعريفية عن كل منهم.**

1- نور، عبد الناصر وآخرون، **أثر الافصاح المالي وغير المالي على آداء البنوك التجارية الأردنية والمدرجة في بورصـــة عمان،**2019، مجلة البلقاء للبحوث والدراســـات، مجلة علمية محكمة، الأردن، المجلد 22، العدد 1، ص 43.



- تحديد أسماء كبار ملاك الأسهم للذين يملكون 5٪ فأكثر وبيان عددها.
- بيان الوضع التنافسي للشركة ضمن قطاع ونشاط الشركة وبيان حصتها السوقية المحلية وايضا الخارجية ان أمكن ذلك.
- بيان درجة الاعتماد على الموردين أو العملاء الرئيسيين محلياً أو خارجياً في حال يشكل ذلك 10٪ فأكثر سواء كان مشتريات أو مبيعات أو إيرادات.
- بيان أي حماية حكومية او امتيازات تتمتع بها الشركة أو وصف لاي براءات اختراع او حقوق امتياز لها.
- بيان الهيكل التنظيمي للشركة وعدد الموظفين العاملين وفئاتهم ومؤهلاتهم وبرامج التدريب لموظفي الشركة.
- وصف للمخاطر التي تتعرض لها الشركة، وبيان الانجازات التي حققتها الشركة.
- بيان مساهمة الشركة في حماية البيئة وخدمة المجتمع المحلي.

ج- اقرار من مدقق الحسابات للشركة حول البيانات المالية السنوية للشركة بان اجراءات التدقيق تمت وفق معايير التدقيق المعتمدة.

د- اقرار من مجلس إدارة الشركة بعدم وجود اي امور جوهرية تؤثر على إستمرارية نشاط وعمل الشركة، وان مجلس الإدارة يوفر نظام رقابة داخلي فعال.

ه- التأكد من قيام الشركة المصدرة بالإعلان وتزويد الهيئة وبالسرعة الممكنة عند حدوث أي معلومة جوهرية قد تؤثر في قرار المستثمر لشراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها أو



التصرف بها يكون لها تأثير مادي على موجودات الشركة أو التزاماتها.

و- متابعة لجان التدقيق للشركات المصدرة والتقارير الصادرة عنها، ومتابعة إفصاحات الأشخاص المطلعين ومدى التزامهم بشروط الإفصاح الخاصة بهم من حيث ملكياتهم والتغيرات التي تطرأ على ملكياتهم وملكيات أقربائهم من الأوراق المالية في الشركات المصدرة أو الشركات التابعة أو الشركات الحليفة أو الشقيقة أو الشركة الأم ومتابعة ملكيات كبار المساهمين, بالإضافة الى متابعة إفصاحات الشركات المصدرة عن الأمور الجوهرية.

ثانيا: الرقابة والتفتيش على الشركات الممارسة لأعمال الخدمات المالية:

يقصد بشركات الخدمات المالية بأنها الشخص الإعتباري الذي يمارس عملاً أو أكثر من أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابة أو أمين الاستثمار أو مدير الا صدار أو مدير الا ستثمار أو المستشار المالي أو أي نشاط يتم ترخيصه من قبل هيئة الأوراق المالية.

تتمثل أهم أنشطة شركات الخدمات المالية الخاضعة لرقابة الهيئة والتي يتم ممارستها في مجال عمل الأوراق المالية وبترخيص من هيئة الأوراق المالية في الآتي:

1- الوساطة :

أ- الوسيط المالي ويقصد بها تنفيذ أوامر بيع أو شراء الأوراق المالية لصالح الغير.

ب- الوسيط لحسابة : ويقصد بها تداول الأوراق المالية لصالح الشخص الاعتباري نفسه.



2- أمانة الا ستثمار: وتشمل متابعة إدارة استثمارات العملاء ومراقبتها للتأكد من مطابقتها للأسـس والاهداف الاسـتثمارية للعميل المنصـوص عليها في الاتفاقية المبرمة بين العميل ومدير الاستثمار وفقا للأنظمة والقوانين .

3- إدارة الا ستثمار: وتشمل قيام مدير الا ستثمار بإدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير وفق الاتفقية المبرمة بينهم وضمن الأنظمة والقوانين.

4- الاستشارات المالية: وتشمل تقديم النصح والمشورة للعميل مقابل أجر أو عمولة اما مباشرة أو من خلال نشرات تتعلق بالاستثمار.

5- إدارة الاصــدارات: وتشــمل القيام بإدارة الاصــدار نيابة عن المصــدر وتســويقها عنه عن طريق اعداد النشــرات وعمل الدراســات اللازمة للإصــدار ويتم ذلك من خلال بذل عناية حيث يبذل اقصــى جهده لتغطية الا صدار دون التعهد بتغطيته كاملا أو تحقيق غاية حيث يبذل اقصى جهد لتغطية الاصــدار مع التعهد بشــراء جزء او كل الأوراق المالية التي لم يتم تغطيتها.

6- التمويل على الهامش: ويقصــد به قيام الوســيط المالي بتمويل جزء من قيمة الأوراق المالية في حساب التمويل على الهامش بضمانة الأوراق المالية في ذلك الحساب.

ونظراً لأهمية دور شــركات الخدمات المالية في مجال عمل الأســواق المالية فان الجهات الرقابية تولي اهتماماً كبيراً وبالغ الاهمية في مراقبة مســتمرة ودورية لعمل هذه الشركات وذلك للأسباب الآتية:

- تُعتبر شــركات الخدمات المالية لاعباً اســاســياً في مكونات الســوق المالي وشريك استراتيجي لنجاح اعمال الأسواق المالية.



- وجود سيطرة لهذه الشركات على الأوراق كون ان محافظ العملاء والتي تحتوي على أوراق مالية تكون موجودة داخل الشركة وبإمكانها بيعها و شرائها والتصرف بها، علما بان القيمة السوقية لهذه الأوراق المالية تعتبر ضخمة جداً.
- قيامها بالتوسط في بيع وشراء الوراق المالية وضمان التبادل النقدي وتسوية الصفقات والعقود.
- تعتبر مصدر للمعلومات والتي يجب ان يكون هناك ضمان للحيادية وعدم الانحياز وتقديم المعلومات الصحيحة دون ان يؤثر على قرار المستثمر بالبيع أو الشراء.

وبعد إستعراض أهمية دور شركات الخدمات المالية في مجال عمل الأسواق المالية، تبرز أهمية الدور الرقابي على تلك الجهات من خلال الرقابة والتفتيش والتي تتم وفق أسلوبين:

الأسلوب الأول: التفتيش والرقابة المكتبية

الأسلوب الثاني: التفتيش والرقابة الميدانية

الأسلوب الأول: التفتيش والرقابة المكتبية على شركات الخدمات المالية:

يمكن تقسيم أهم أنواع التفتيش والرقابة المكتبية على شركات الخدمات المالية الى قسمين :

الأول التفتيش والرقابة المكتبية على البيانات والمعلومات غير المالية لشركات الخدمات المالية.

الثاني التفتيش والرقابة المكتبية على البيانات والمعلومات المالية لشركات الخدمات المالية.



الأول: التفتيش والرقابة المكتبية على المعلومات غير المالية لشــركات الخدمات المالية:

يعتبر الافصـــاح عن المعلومات غير المالية لشـــركات الخدمات المالية أمر هام وضــرورة ملحة تساعد الجهات الرقابية بتقييم الوضــع المالي والاداري لشــركات الخدمات المالية غير المصدرة للأوراق المالية، لذلك تجب الا شارة الى ان اي شركة خدمات مالية مصـــدرة للأوراق المالية ينطبق عليها تماماً تعليمات الافصـــاح والإشراف والرقابة التي تمت الاشارة اليها سابقاً أعلاه، أما شركات الخدمات المالية غير المصدرة للأوراق المالية فهي ملزمة بتضمين تقاريرها المالية السنوية (المدققة من قبل مدقق حساباتها الخارجي) والنصف سنوية (المراجعة من قبل مدقق حساباتها الخارجي) بمجموعة من البنود يتم التأكد منها والرقابة عليها من قبل هيئة الأوراق المالية وخاصة ما يلي:

1- بيان الوضع القانوني للشركة وبيان أنشطتها الرئيسية.
2- بيان الوضــع التنافســي للشــركة وحصــتها من الســوق للخمس ســنوات السابقة.
3- بيان بأسماء أعضاء مجلس الإدارة أو أعضاء هيئة المديرين أو الشركاء وبيان عن موظفي الشركة ومؤهلاتهم ورتبهم الوظيفية.
4- بيان الهيكل التنظيمي للشركة وبرامج التأهيل والتدريب لموظفي الشركة.
5- توضـيح ووصـف للمخاطر التي قد تتعرض لها الشــركة وبيان التطورات المستقبلية او التوسع في مشروعات مستقبلية.
6- التأكد من قيام الشــركة بإعلان في بداية كل عام عن اسماء المعتمدين لديها ونوع الاعتماد الممنوح لكل موظف و تحديد اسماء الموظفين الخولين باستلام أوامر البيع والشراء والاعلان ايضا عند استقالة أو انهاء العلاقة مع الموظف المعتمد.



7- التأكد من قيام الشركة بالإفصاح عن عضويات موظفيها وشركائها واعضاء هيئة مديرها في مجالس ادارات الشركات المساهمة العامة.

8- التأكد من قيام الشركة بتزويد الهيئة بتقرير شهري يتضمن توضيح لتداولات وتعاملات اعضاء مجلس ادارتها او هيئة المديرين او الشركاء او موظفيها وأقربائهم .

الثاني: التفتيش والرقابة المكتبية على البيانات والمعلومات المالية لشركات الخدمات المالية :

يعتبر الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية لشركات الخدمات المالية لشركات الخدمات المالية ركيزة أساسية لتقييم الوضع الحقيقي والمركز المالي للشركات المصدرة للأوراق المالية وتحديد المخاطر التي قد تتعرض لها، ومعرفة قدرتها على توفير المتطلبات الأساسية والضرورية للممارسة أعمالها وكذلك قدرتها على الاستمرار بالعمل، ومن أهم المعلومات والبيانات التي يتم مراقبتها والتأكد منها ما يلي:

أولاً: التأكد من قيام شركات الخدمات المالية غير المصدرة للأوراق المالية بتزويد الجهات الرقابية في سوق رأس المال ما يلي:

- التقرير السنوي المدقق من قبل مدقق الحسابات الخارجي والاعلان عنه خلال مدة لا تزيد عن ثلاثة أ شهر من انتهاء سنتها المالية متضمناً الميزانية العامية وحساب الأرباح والخسائر وقائمة التدفق النقدي والايضاحات حولها.
- التقرير نصف السنوي المراجع من قبل مدقق الحسابات الخارجي والاعلان عنه خلال مدة شهر من انتهاء نصف سنتها المالية متضمناً الميزانية العامية وحساب الأرباح والخسائر وقائمة التدفق النقدي والايضاحات حولها.

ثانياً: الملاءة المالية:

نظراً للدور الكبير والهام لشركات الخدمات المالية وبالذات شركات الوساطة المالية في مجال عمل الأوراق المالية الذي تم توضيحه سابقاً، لم تقف هيئة الأوراق المالية عند متابعة القوائم المالية السنوية والنصف سنوية للشركات فقط، بل حرصت أيضاً على المتابعة المستمرة للمراكز المالية لجميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية (الوساطة) للتعرف على مدى كفاية الموارد المالية للشركة للوفاء بالتزاماتها المالية في موعد استحقاقها، وهو ما يعرف بالملاءة المالية والتي يمكن تعريفها بما يلي:

الملاءة المالية : مجموعة من البيانات والمعلومات المالية لمعرفة قدرة شركات الوساطة المالية بشكل مستمر (يومي، أسبوعي، شهري) على مواجهة التزاماتها في مواعيد استحقاقها ومعرفة المخاطر المحتملة التي قد تتعرض لها، وتشمل ما يلي:

1. قائمة المركز المالي، وبيان الأرباح والخسائر.
2. ميزان مراجعة بالأرصدة.
3. كشف محفظة الأوراق المالية.
4. كشف بأرصدة الذمم المدينة.
5. كشف بأرصدة الذمم الدائنة.
6. كشوفات التمويل على الهامش.

تجدر الإ شارة إلى أن هيئة الأوراق المالية الأردنية قد أ صدرت تعليمات توجب على جميع شركات الو ساطة المالية بتزويدها ا سبوعياً بالملاءة المالية والتي ا صبحت منذ عام 2010 يتم ارسالها من خلال روابط الكترونية ما بين هذه الشركات والجهات الرقابية (الهيئة) لذلك أ صبحت ت سمى الملاءة المالية الإلكترونية وفي حالة



عدم التزام هذه الشــركات بإرســال الملاءة المالية الإلكترونية يتم إتخاذ كافة التدابير اللازمة وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه بما في ذلك تعليق أعمال الشركة أو نشاطها.

كما تجب الا شارة أيضاً الى أن الهيئة أصدرت تعليمات خا صة بشأن معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والهدف منها:

1- قياس مدى قدرة هذه شـركات الوســاطة المالية على مواجهة المخاطر التي ترتبط بأنشــطتها الرئيســية التمويلية والتشــغيلية والاســتثمارية وكذلك عملاءها والأوراق المالية التي تتعامل فيها.

2- سعي الهيئة إلى الارتقاء بمستوى أداء شركات الوساطة المالية ورفع كفاءتها في إدارة المخاطر المرتبطة بأنشــطتها، بما في ذلك مخاطر الائتمان ومخاطر السوق والمخاطر التشغيلية.

3- تعزيز روح الثقة وبثها عند المتعاملين بالأوراق المالية لأن معرفة الاوضــاع المالية الحقيقية لمراكز هذه الشركات يزيد من ثقة المتعاملين معها.

4- تســاعد الجهات الرقابية مثل الهيئة برســم الســياســات والخطط المســتقبلية وتســـاعدها في اتخاذ القرارات التي من شـــأنها حماية الســـوق من المخاطر وزيادة القدرة التنظيمية والرقابية.

ونظراً لأهمية قراءة وتفسير الملاءات المالية لشركات الوساطة المالية قامت الهيئة ومن خلال دائرة الترخيص والتفتيش بدراسة وتحليل الملاءات المالية لهذه الشركات، لذلك يتم متابعة وعمل دراســـات اســـبوعياً والتاكد من التزام هذه الشـــركات بمجموعة كبيرة من النسب يجب ان تحققها هذه الشركات في أي وقت من الأوقات ومن أهمها :



أولاً: نسبة السيولة : ويقصد بها قدرة شركات الو ساطة المالية على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل من خلال ا صولها المتداولة بأقل وقت وكلفة، وهذه النسبة يجب أن لا تقل في أي وقت من الاوقات عن نسبة 100٪، بمعنى يجب أن لا تزيد التزاماتها قصيرة الاجل عن 100٪ عن اصولها المتداولة.

حيث نصت التعليمات انه يتوجب على شركة الو ساطة (الو سيط) الاحتفاظ بأصول سائلة او قابلة التحويل الى سيولة، خلال فترة قصيرة (فترة أسبوع) تغطي كافة الإلتزامات قصيرة الاجل بنسبة (100٪) على الأقل.

ويتم إحتساب نسبة السيولة كما يلي:

نسبة السيولة = النقد الحر المتوفر لدى البنوك والصندوق+ الذمم المدينة + (القيمة السوقية لمحفظة الشركة الاستثمارية) مقسوما على الإلتزامات المتداولة.

مع الاخذ بعين الاعتبار الإستثناءات الآتية عند احتساب نسبة السيولة:

١ – النقد في الصندوق والودائع لدى البنوك: –

يحتسب هذا البند بكامل قيمته ويستثنى من ذلك الودائع المحجوزة والتي تكون مقابل تأمينات نقدية أي النقد غير الحر وغير المتاح للشركة.

٢ – الذمم المدينة (ذمم العملاء): –

أ- إستثناء كامل قيمة الذمم المدينة التي مضى اكثر من أسبوع على تاريخ نشؤها.

ب- إستثناء ذلك الجزء من الذمة المدينة للعميل الواحد الذي يمثل الزيادة عن نسبة (10٪) من حقوق الملكية.

ج- إستثناء ذلك الجزء من مجموع الذمم المدينة الذي يمثل الزيادة عن نسبة (200٪) من حقوق الملكية.

٣ - محفظة الأوراق المالية:-

أ - الأسهم المدرجة والمتداولة:-

تقيم حسب سعر السوق ويعتمد اخر سعر إغلاق من تاريخ البيانات المالية.

ب - الأسهم الموقوفة عن التداول: -

يتم إستثناء كامل قيمتها ويترك أمر تحديد الأسهم الموقوفة عن التداول التي تخضع ضمن هذا البند لإدارة السوق أي هيئة الأوراق المالية.

ج - الأسهم المتعامل بها في السوق الثالث: -

يتم تقيمها بالقيمة الاسمية مع الاخذ بعين الاعتبار الاقساط غير المسددة.

د - الأسهم غير المدرجة وغير المتعامل بها في السوق الثالث يتم إستثناء كامل قيمتها.

هـ - سندات التنمية واذونات الخزينة والسندات الصادرة عن المؤسسات الحكومية: -

تقيم بالقيمة السوقية، وإذا تعذر ذلك تقيم بالقيمة الاسمية.

و - السندات الصادرة عن الشركات المساهمة العامة.

تقيم بالقيمة السوقية وإذا تعذر ذلك تستثنى من عملية الاحتساب.

ز - المساهمة في شركات غير مساهمة عامة:- يتم إستثناء كامل قيمتها.

ح - الأوراق المالية المرهونة أو المحجوزة: - يتم إستثناء كامل قمتها.

ط - إستثناء ما نسبته (15٪) من قيمة محفظة الأوراق المالية وذلك بعد إجراء جميع التسويات الواردة في البنود من (أ) الى (ح) اعلاه.



٤ - الموجودات المتداولة الاخرى: -

يؤخذ بعين الاعتبار عند إحتساب نسبة السيولة أية موجودات متداولة ضمن حسابات شركة الوساطة المالية يمكن تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة ويستثنى أية موجودات متداولة لا يمكن تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة.

وتعتبر هذه النسبة من النسب السريعة للسيولة نظراً لطبيعة عمل هذه الشركات وخصوصيتها بالتعامل بالأسهم والأوراق المالية، حيث أن أهم صفة من صفات الأسهم هي تحويله إلى سيولة بأقل كلفة ووقت ممكنين، لذلك يتوجب على شركات الوساطة توفيرها دائماً وفي أي وقت من الأوقات، بمعنى أن المستثمر والذي يملك الأوراق المالية اذا ما رغب ببيعها فانه يتوجب عليه أن يقبض ثمنها من شركة الوساطة المالية التي نفذت أمر البيع بحد أقصى يومي عمل وذلك بعد عمل التسوية المالية مع مركز إيداع الأوراق المالية، كونها تنوب عن العميل بإجراء التسوية مع مركز الإيداع للأوراق المالية.

ثانياً: نسبة إجمالي الذمم المدينة للعملاء : ويقصد بالذمم المدينة للعملاء بأنها مجموع الارصدة النقدية التي تطلبها الشركة من عملائها الناتجة عن عمليات البيع والشراء للأوراق المالية، ومثال ذلك نفرض ان عميل اشترى اسهم بقيمة (1000) دينار بتاريخ 1/ 2/ 2020 دون أن يدفع ثمنها، وبتاريخ 15/ 2/ 2020 قام العميل ببيع هذه الأسهم بمبلغ 950 دينار، هنا تقوم الشركة بأخذ قيمة الأسهم المباعة والبالغة 950 دينار وتقييد مبلغ تحت بند ذمم مدينة على العميل بقيمة 50 دينار بالإضافة الى بعض العمولات والفوائد، وعليه تكون هذه المبالغ (50 دينار + الفوائد والعمولات) ذمم مدينة على العميل.

وقد نصت التعليمات والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الخاصة بنسبة اجمالي الذمم المدينة للعملاء ما يلي:

يجب أن لا يتجاوز مجموع أرصدة الذمم المدينة (ذمم العملاء) الناتجـة عن عمليات شراء وبيع الأوراق المالية ما نسبته (100٪) من صافي حقـوق الملكية للشركة .

ثالثاً: نسـبة إجمالي الذمم الدائنة للعملاء: ويقصـد بالذمم الدائنة للعملاء بأنها مجموع الارصدة النقدية التي يتوجب على الشركة دفعها وتسديدها لعملائها الناتجة عن عمليات البيع والشراء للأوراق المالية، ومثال ذلك نفرض أن عميل قام بشراء أســهم بقيمة (1000) دينار بتاريخ 1/ 2/ 2020 دون أن يدفع ثمنها، وبتاريخ 15/ 2/ 2020 قام العميل ببيع هذه الأسهم بمبلغ 1050 دينار، هنا تقوم الشركة بأخذ قيمة الدين المترتب على العميل والبالغ 1000 بالإضـافة للفوائد والعمولات، وتقييد المبلغ المتبقي لصـالح العميل تحت بند ذمم دائنة على العميل بقيمة 50 دينار مطروحاً منه قيمة الفوائد والعمولات ، وعليه تكون هذه المبالغ (50 دينار - الفوائد والعمولات) ذمم دائنة لصالح العميل

وقد نصـت التعليمات والقرارات الصـادرة عن هيئة الأوراق المالية الخاصـة بنسبة إجمالي الذمم الدائنة للعملاء ما يلي:

يجب ألا يتجاوز مجموع أرصـدة الذمم الدائنة (ذمم العملاء) الناتجـة عن عمليات شراء وبيع الأوراق المالية ما نسبته (200٪) من صافي حقـوق الملكية.

ثالثاً: نسـبة مجموع الإلتزامات إلى صـافي حقوق الملكية: ويقصـد هنا جميع الإلتزامات المترتبة على الشركة سواء كانت قصيرة أو طويلة الآجل.

وقد نصـت التعليمات والقرارات الصـادرة عن هيئة الأوراق المالية الخاصـة بنسبة مجموع الإلتزامات إلى صافي حقوق الملكية ما يلي:

يجب أن لا يتجاوز مجموع الإلتزامات التي علـى شركة الوساطة المالية ما نـسبته (250٪) من صافي حقوق الملكية.

رابعاً: نسبة جاري الشركاء الى رأس المال المدفوع: ويقصد بجاري الشريك هو إظهار جميع السحوبات أو الايداعات التي يقوم الشركاء بالشركة (الشريك) بسحبها



أو إيداعها تحت بند خاص يظهر ضـــمن صـــافي حقوق الملكية بالســـالب في حال ســـحب أموال من الشـــركة، وإظهارها تحت بند الإلتزامات على الشـــركة في حال الإيداع لدى شركة الوساطة المالية، وتجدر الاشارة إلى أن الأنظمة واللوائح القانونية قد منعت السحب من أموال الشركة حتى لو كان شريكا ومساهماً في الشركة في حال كانت الصفة القانونية للشركة مساهمة عامة.

وقد نصـت التعليمات والقرارات الصـادرة عن هيئة الأوراق المالية الخا صة بنسبة جاري الشركاء الى رأس المال المدفوع للشركات ذات المسؤولية المحدودة ما يلي:

يجب أن لا يتجاوز مجموع مسحوبات جميع الشركاء ما نـــــسبته (20٪) من رأس المال المدفوع للشركة.

خامساً: نسبة صافي حقوق الملكية لرأس المال المدفوع: وتعتبر هذه النسبة من أهم النسب المالية والتي يتم تفحصها والتدقيق عليها بصورة مستمرة كونها ملخص لأعمال الشركة وتعطي صورة واضحة عن الوضع المالي الحقيقي للشركة وقدرتها على الاستمرار بالعمل وممارسة أنشطتها التشغيلية، ولتوضيح ذلك نضرب المثال الآتي:

لنفرض ان البيانات المالية لأحدى شركات الوساطة المالية كانت كما يلي:

البند	المبلغ
رأس المال المدفوع	5000,000
الاحتياطي الاجباري	50,000
الاحتياطي الاختياري	50,000
أرباح أو (خسائر) متراكمة	100,000
ارباح أو خسائر الفترة الحالية	(20,000)
جاري الشريك (مسحوبات)	(40,000)
المجموع	5,160,000

نسبة صافي حقوق الملكيه الى رأس المال المدفوع =



صافي حقوق الملكية
------------------- *100 ٪
رأس المال المدفوع
= 103.2٪

وتدل هذه النسبة ان الشركة قادرة على الا ستمرار بعملها وان الو ضع المالي وحقوق ملاك الشركة يزيد عن رأس المال بمعنى ان هناك أرباح او احتياطيات لدى الشركة مرتفعة.

أما لو كانت اقل من 100٪ فيدل ذلك على انخفاض حقوق ملاك الشركة عن رأس مال الشركة وان هناك انخفاض في الأرباح او الاحتياطيات وان هناك تآكل في رأس مال الشركة.

اما التعليمات الخا صة بشركات الخدمات فقد سمحت بان لا تقل هذه النسبة عن (75٪)، حيث نصت التعليمات والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الخاصة بنسبة صافي حقوق الملكية لرأس المال المدفوع ما يلي:

"يجب ان لا تقل نسبة صافي حقوق الملكية ما نسبته (75٪) من رأس المال المدفوع للشركة في أي وقت من الأوقات."

الأسلوب الثاني: التفتيش والرقابة الميدانية على شركات الخدمات المالية:

يتم هذا الاسلوب من خلال أربعة برامج معمول بها لدى هيئة الأوراق المالية:

- التفتيش الدوري الشامل.
- التفتيش المفاجىء.
- التفتيش ذو الغرض الخاص.
- التفتيش التتبعي.

وفيما يلي توضيح لأنواع برامج التفتيش الأربعة المبينة أعلاه:



البرنامج الأول: التفتيش الدوري الشامل:

يتم التفتيش على شـــركات الخدمات المالية وفق هذا البرنامج بشـــكل دوري وخلال فترة زمنية معينة ووفقاً لخطة موضــوعة مســبقاً بحيث يتم تحديد الشــركات المنوي التفتيش عليها بداية كل عام جديد من خلال اتباع التفتيش المبني على المخاطر (Risks Based Approach) وفقاً للخطوات الآتية:

آلية تحديد معايير المخاطر:

يجب التنوية أن تصنيف المخاطر من قبل الهيئة على شركات الخدمات المالية الممارسة لأعمال الوساطة المالية تقسم الى قسمين:

1. مخاطر متعلقة بتجاوزات ومخالفات ناتجة عن سوء الوضع المالي للشركات نتيجة ظروف السوق وعوامل خارجة عن ارادة الشركة.
2. مخاطر ناتجة عن ممارســات مفتعلة وتجاوزات تقوم بها بعض الشــركات لتحقيق أهداف معينة منها تحقيق الربح وتجنب الخسائر.

مصادر المعلومات لتحديد المخاطر:

يتم الرجوع للمصادر الآتية:

1. الاطلاع على السجل المهني لكافة الشركات، ويقصد بالسجل المهني للشركة بالســيرة الذاتية لها منذ نشــوئها ولغاية تاريخ التفتيش والذي يتضــمن كافة العقوبات والقرارات التي أخذت بحق الشــركة من فرض غرامات أو تقييد نشاط أو توجيه تنبيهات وانذارات للشركة.
2. نتائج التفتيش السابقة.
3. ملف الشكاوى الخاص بكل شركة.
4. البيانات والقوائم المالية المدققة من قبل مدقق حسابات الشركة الخارجي.



خطوات تحديد المخاطر:

تصنيف الشركات بناءً على درجة المخاطر (Risks Based Approach) التي تتعرض لها ومن خلال الخطوات التالية:

- **تحديد المخاطر (Risks Factors) الخاصة بشركات الوساطة المالية خلال فترة الدراسة من واقع السجلات المتوفرة والسجل المهني لكل شركة.**
- **اعطاء وزن (نسبة) لكل عامل من المخاطر وقياس درجة**
- **تجميع أوزان المخاطر للوصول لإجمالي نسبة المخاطر الخاصة بكل شركة، لتكون الشركات الاكثر وزنا هي أكثر خطورة.**
- **ترتيب الشركات بجدول تنازلياً حسب درجة الخطورة من الأكثر خطورة الى الاقل خطورة.**
- **الاخذ بعين الاعتبار الشركات التي لم يتم التفتيش عليها خلال فترات سابقة.**

المخاطر التي تتعرض لها الشركات مع وزنها النسبي:

يوضح الجدول أدناه المخاطر التي تم حصرها في شركات الوساطة المالية، وقد تم تصنيف الشركات الى ثلاثة مجموعات حسب مجموع المخاطر وذلك كما يلي:

- **المجموعة الاولى: مرتفعة المخاطر والتي حصلت على وزن نسبي 50٪ فما فوق.**



- **المجموعة الثانية: متوسطة المخاطر التي حصلت على وزن نسبي ما بين (21٪ - 49٪).**
- **المجموعة الثالثة: منخفضة المخاطر وهي التي حصلت على وزن نسبي 20٪ فاقل.**

جدول يوضح اهم المخاطر والوزن النسبي لكل منها

الرقم	عامل الخطورة	الوزن النسبي
1.	مخالفات الشركة لنسبة صافي حقوق الملكية	15٪
2.	مخالفات الشركة لتعليمات التمويل على الهامش	5٪
3.	مخالفات الشركة لتعليمات غسل الاموال	5٪
4.	مخالفة الشركة لتعليمات فصل الحسابات	10٪
5.	مخالفات نسب الملاءة المالية.	10٪
6.	المخالفات الاخرى للقانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه والتي لم تذكر أعلاه	15٪
7.	الشكاوى المقدمة ضد الشركة	10٪
8.	نسبة صافي الذمم المدينة بعد اخذ مخصص الديون المشكوك في تحصيلها الى صافي حقوق الملكية	15٪
9.	فصل الوظائف والمهام والمفوضين بالتوقيع	5٪
10.	الذمم الدائنة	10٪
	المجموع	100٪

<u>وفيما يلي توضيح لطريقة احتساب كل عامل خطورة:</u>

1. مخالفة الشركة لنسبة صافي حقوق الملكية (وزنها النسبي 15٪):

ويتم توزيع النسبة كما يلي:



أ- إذا كانت النسبة أقل من 75 ٪ فإن الوزن النسبي للخطورة هو 15٪.

ب- إذا كانت النسبة أكثر من 75٪ وأقل من 90 ٪ فإن الوزن النسبي للخطورة 10٪.

ج- إذا كانت النسبة من 90٪ وأقل من 100٪ فإن الوزن النسبي للخطورة 5٪.

د- إذا كانت النسبة 100٪ فأكثر فإن الوزن النسبي للخطورة 0٪.

2. مخالفة الشركة لتعليمات التمويل على الهامش (وزنها النسبي 5٪):

أ- في حال وجود أي مخالفة لتعليمات التمويل على الهامش خلال العامين الماضيين ولم تصوب فقد تم إعطاء الشركة خطورة نسبية مقدارها 5٪.

ب- في حال عدم وجود مخالفة فقد تم اعطاءها خطورة نسبية مقدارها0٪.

3. مخالفة تعليمات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب (وزنها النسبي 5٪):

أ- في حال وجود أي مخالفة لتعليمات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب ولم تصوب فقد تم إعطاء الشركة خطورة نسبية مقدارها 5٪.

ب- في حال عدم وجود مخالفة فقد تم اعطاءها خطورة نسبية مقدارها 0٪.

4. مخالفة تعليمات الفصل بين أموال الوسيط المالي وأموال عملائه (وزنها النسبي 10٪):

أ- في حال وجود أي مخالفة من قبل الشركة لتعليمات الفصل بين أموال الوسيط المالي وأموال عملائه خلال العامين الماضيين فقد تم إعطاء الشركة خطورة نسبية مقدارها 10٪.

ب- في حال عدم وجود مخالفة فقد تم اعطاءها خطورة نسبية مقدارها0٪.

5. مخالفة نسب الملاءة المالية (وزنها النسبي 10٪):

أ- في حال وجود أي مخالفة لنسـب الملاءة المالية خلال العامين الماضـيين فقد تم إعطاء الشركة خطورة نسبية مقدارها 10٪.

ب- في حال عدم وجود مخالفة فقد تم اعطاءها خطورة نسبية مقدارها0٪.



6. مخالفة الشركة للقوانين والأنظمة والتعليمات الأخرى (وزنها النسبي 15٪):

أ- في حال وجود أي مخالفات تم من خلالها اتخاذ تدابير من قبل الهيئة بحق الشركة خلال العامين الماضيين تم اعطاء الشركة خطورة نسبية15٪.

ب- في حال عدم وجود مخالفة فقد تم اعطاءها خطورة نسبية مقدارها 0٪.

7. عدد الشكاوى المقدمة ضد الشركة (وزنها النسبي 15٪):

أ- في حال وجود أي شكوى على الشركة خلال العاميين الماضيين وثبت بأن الشكوى المقدمة من العملاء في حق الشركة صحيحة يتم إعطاء الشركة نسبة خطورة نسبية 15٪.

ب- وفي حال عدم وجود شكوى يتم اعطاءها خطورة نسبية مقدارها صفر٪.

8. نسبة صافي الذمم المدينة المتبقية بعد اخذ كامل مخصص الديون المشكوك في تحصيلها (وزنها النسبي 15٪):

وقد تم توزيع النسبة كما يلي:

أ- إذا كانت النسبة أقل من 10 ٪ فإن الوزن النسبي للخطورة هو 0٪.

ب- إذا كانت النسبة أكثر من 10٪ وأقل من 50 ٪ فإن الوزن النسبي للخطورة 5٪.

ج- إذا كانت النسبة أكثر من 50٪ وأقل من 100٪ فإن الوزن النسبي للخطورة 10٪.

د- إذا كانت النسبة 100٪ فأكثر فإن الوزن النسبي للخطورة 15٪.



9. فصل الوظائف والمهام والمفوضين بالتوقيع (وزنها النسبي 10٪):

من خلال نتائج التفتيش السابقة وخبرة فريق التفتيش فقد تم إعطاء الشركة خطورة نسبية 10٪ في حال عدم وجود عدد كافي من الموظفين وتركز المهام بيد عدد محدود من الموظفين.

10. الذمم الدائنة للعملاء (وزنها النسبي 10٪):

بدراسة الذمم الدائنة في السوق والكفالات المقدمة للهيئة فقد تم اعتماد مبلغ 150 ألف دينار كمؤشر خطورة للذمم الدائنة حيث هو اقل مبلغ كفالة مقدم للهيئة للوسيط المالي وعليه تم اعتماد ما يلي:

أ- إذا كانت الذمم الدائنة لعملاء الشركة اقل من 150 ألف دينار فإن الخطورة النسبية هي 0٪.

ب- إذا كانت الذمم الدائنة لعملاء الشركة أكثر من 150 ألف دينار واقل من 500 ألف دينار فإن الخطورة النسبية 5٪.

ج- إذا كانت الذمم الدائنة لعملاء الشركة أكبر من 500 ألف فإن الخطورة النسبية 10٪.

وبعد توزيع الاوزان النسبية للشركات يتم ترتيب الشركات تنازلياً من الأكثر خطورة إلى الأقل خطورة ويتم إدرجها ضمن خطط التفتيش الدورية السنوية على تلك الشركات.

البرنامج الثاني: التفتيش المفاجئ:

يتم هذا النوع فجائياً ودون إخطار الشركة المنوي التفتيش عليها للتحقق من مسألة أو مسائل محددة ويكون هذا التفتيش أقصر وقتاً من التفتيش الدوري ومختلفاً عنه إذ أن التفتيش الدوري أشمل ويتناول التحقق من مدى التزام الشركة بصفة عامة بأحكام القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه بينما التفتيش المفاجئ يقتصر على مسائل محددة استدعتها عملية التفتيش مثل ورود معلومة للهيئة من جهة خارجية أو داخلية عن مسألة معينه مثل الصحف أو المواقع الإلكترونية أو



حتى من شركات الخدمات المالية، أو ورود شكوى إلى الهيئة بحق الشركة من قبل عملائها، كما أن التفتيش الدوري يتم فيه اخطار الشـــركة بموعد التفتيش بوقت مناســـب حتى تتمكن الشـــركة من توفير الســـجلات والبيانات اللازمة لأغراض التفتيش، أما التفتيش المفاجئ فإنه لا يحتاج الى إخطار الشركة مسبقاً.

البرنامج الثالث: التفتيش ذو الغرض الخاص:

وهو أحد البرامج المعمول بها بالتفتيش يكون أكثر تحديداً من أي برنامج تفتيشـــي آخر ويكون ذو هدف معين يتم من خلاله التفتيش على جانب أو أكثر ومحدد مسبقاً بناءً على معلومة وارده من جهة خارجية أو داخلية، وهو يشبه الى حد ما التفتيش المفاجئ ولكن يختلف بانه أكثر تحديداً ومثال ذلك:

في التفتيش المفاجئ يمكن ان ترد معلومة الى ان الشـركة (X) تتلاعب بأرصـدة وحســـابات العملاء دون تحديد أسماء عملاء معينين، بينما بالتفتيش ذو الغرض الخاص يتم تحديد أسماء العملاء الذين تم التلاعب بأرصدتهم وحساباتهم.

البرنامج الرابع: التفتيش التتبعي:

وهو التفتيش الذي يكون بعد إجراء أي نوع من برامج التفتيش الســـابقة، بهدف التأكد من تصويب المخالفات التي تم إكتشافها في التفتيش السابق أو التأكد من مدى التزام الشـــركة بقرارات الجهات الرقابية التي تنظم عملها ممثلة بهيئة الأوراق المالية.

كيفية الرقابة والتفتيش الميداني على شـركات الخدمات المالية وآلية تطبيقها:

تُعتبر شـــركات الخدمات المالية اللاعب الأســـاســـي والمحوري في مجال عمل الأســـواق المالية وهي أحد أهم أطراف الســـوق المالي حيث يمكن تعريفها بانها الشخص الأعتباري الذي يمارس عملاً أو أكثر من أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابة أو أمين الاستثمار أو مدير الاستثمار أو المستشار المالي أو مدير الاصدار،

وبالتالي فان هذه الشركات تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية ويتم التفتيش والتدقيق عليها من خلال اتباع برامج التفتيش الأربعة والتي تم توضيحها اعلاه من خلال تغطية جوانب متعددة من خلال الزيارات التفتيشية والتي يجب على المفتش تغطيتها لضمان نجاح المهمة.

كما يتم اختيار عينه التفتيش على أساس الأهمية النسبية وذلك من خلال أخذ عينه ممثله لمجتمع الدراسة أو ما يسمى بالعينة العمدية بحيث يقدّر المفتش حاجته من المعلومات ويقوم باختيار عينة الدراسة اختياراً حراً، وعليه يمكن تلخيص أهم الجوانب التي ينبغي على مفتش الأسواق المالية تغطيتها بالتفيش كما يلي:

أولا: الجوانب المالية:

يهدف هذا الجانب الى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- التحقق من صحة الملاءة المالية للشركة المزودة للهيئة والتأكد من عدم وجود أي تلاعب بالأرقام والنسب المالية.
- التحقق من صحة الأرصدة المزودة للهيئة وخاصة فيما يتعلق بالأرصدة النقدية والبنكية.
- التأكد من عدم وجود قيود على النقد المتوفر لدى الشركة كتأمينات نقدية أو كالرهن للبنك مقابل قرض.
- التأكد من نسب العمولات والفوائد التي تستوفيها الشركة من عملائها.
- التأكد من أن الشركة تقوم بمسك دفاترها المحاسبية وفق المعايير المحاسبية الدولية .
- التأكد من قيام الشركة بتوسيط حساب الصندوق لجميع القبوضات المالية والتأكد من قيامها بترحيل النقد مباشرة الى البنك أولاً بأول بهدف تعزيز اجراءات الرقابة المالية على النقد.

- التأكد من قيام الشركة بتصنيف الشركات التابعة والزميلة والحليفة والشقيقة وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية وأنها تقوم بتسجيل وتقييم هذا الاستثمار وفقاً لتلك المعايير.

ولتحقيق الأهداف السابقة على المفتش دراسة ما يلي:

1- حسابات الشركة:

أ-دراسة التسويات البنكية وذلك بهدف مطابقة الأرصدة البنكية مع الأرصدة الدفترية للشركة ومعرفة الحسابات أو الشيكات المعلقة غير المصروفة والتأكد أن إعدادها يتم من قبل موظفين مستقلين على الأقل أحدهما المدير المالي للشركة.

ب- دراسة المقبوضات التي تدخل في حسابات الشركة والتأكد أنها حقيقية وغير وهمية أو الاعتراف بشيكات برسم التحصيل للتأثير على النقد:

تقوم بعض شركات الوساطة المالية والتي لديها عجز في حساب النقد وبهدف الهروب من مخالفة نسب السيولة بالتلاعب في الملاءة المالية المرسلة للهيئة من خلال عمل قبوضات وهمية في سجلاتها الدفترية وزيادة النقد ومن ثم ارسال الملاءة للهيئة وبعده يتم عكس هذا القيد الوهمي، أو من خلال ارسال شيكات بحسابها لدى البنك وهي تعلم انها لا يوجد بها رصيد حقيقي ومن ثم تقوم بعكسة بعد إرسال الملاءة المالية، كل ما سبق يعتبر تقديم بيانات مضللة وتضخيم للنقد وهو غير حقيقي بهدف تجميل البيانات المرسلة للهيئة وبالتالي تتجنب الوقوع من العقوبة التي سوف تفرض عليها.



ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال الآتي:

نفرض ان شـــركة الهدف للوســـاطة المالية كانت بياناتها المالية يوم الخميس 23/ 7/ 2020 وذلك قبل ارسال الملاءة المالية للجهات الرقابية (الهيئة) كالاتي:

البيان	المبلغ بالدينار
نقد لدى الصندوق والبنوك	5000
القيمة السوقية لمحفظة الأوراق المالية	1000
الذمم المدينة والتي عمرها أقل من اسبوع	2000
الإلتزامات المتداولة	9000

وكما أوضـــحنا ســـابقاً بأن نســـبة الســـيو لة يجب أن لاتقل بأي و قت من الأوقات عن 100٪.

وبهذا التاريخ 23/ 7/ 2020 يجب على شركة الو ساطة المالية إر سال البيانات والملاءة المالية للهيئة بهذا التاريخ وقد قامت بإحتساب نسبة السيولة قبل إر سال الملاءة المالية كما يلي:

نسـبة السـيولة = النقد الحر المتوفر لدى البنوك والصـندوق+ الذمم المدينة(اقل من ا سبوع)+ (القيمة السوقية لمحفظة الشركة الا ستثمارية مطروح منها 15٪) مقسوما على الإلتزامات المتداولة.

= 5000+ 2000+850/ 9000= 87٪

وبما ان النســبة اقل من 100٪ فان الشــركة بهذه الحالة مخالفة لنســبة الســيولة، وبهدف تجنب هذا المخالفة سوف تلجأ شركة الهدف للوساطة المالية الى التلاعب بتلك النسـبة من خلال عمل القيد الوهمي التالي بهدف زيادة النقد ورفع نسـبة السيولة:


رقابـــــة
الأسواق المالية



1250 من حـــــ الصندوق

1250 الى حـــــ العميل[1]

وبالتالي فان النقد يزداد وتصبح نسبة السيولة = 101٪

اي ان النســبة أكبر من 100٪ وبالتالي غير مخالفة وعندها تقوم بارســال الملاءة المالية للهيئة.

وبعد ان تقوم بارسالها يتم عكس القيد الوهمي السابق.

ج- دراسة مصروفات الشركة وخاصة المتعلقة بالمصاريف التشغيلية:

على المفتش التحقق من جميع المصاريف الخاصة بالشركة والتأكد من أنها صرفت ضــمن أوجه يســمح بها القانون وضــمن غايات الشــركة الرئيســية وأن جميع المصــاريف يوجد بها معززات تثبت ذلك، لأن بعض الشــركات تعمد الى رفع مصاريفها لاغراض ضريبية، علماً بأن المصاريف يمكن أن تكون لاشخاص ذوي علاقة بالشركة بهدف تخفيض الربح الخاضع للضريبة.

د- دراسة مصاريف التسويق من خلال الرجوع للاتفاقيات التي تبرمها الشركة:

من المعروف في عالم الأســواق المالية ان هناك حد أدنى و حد أعلى لمقدار العمولات التي تتقاضــها شــركات الوســاطة المالية من عملائها وهى مراقبة آلياً وذلك بهدف عدم التأثير على المنافســة بين الشــركات، إلا أن بعض الشــركات وبهدف التحايل على الحد الادنى للعمولة أي انها تريد ان تأخذ عمولة أقل من الحد الأدنى بهدف التأثير على المنافســة وجلب أكبر عدد ممكن من العملاء، تقوم بعقد بعض اتفاقيات تســويق وهمية مع بعض عملائها وإرجاع بعض العمولات

(1) تراعي الشــركة المتلاعبة ان يكون العميل من العملاء التي ذمتهم مدينة ويزيد عمرها عن اســبوع وبالتالي تخفيض مقدار الذمة المدينة، اما لوكان العميل رصــيده دائن فانه أيضــاً ســوف يزداد معها الالتزمات المتداولة وبالتالي لن تستفيد الشركة من عمل القيد.



تحت بند مصاريف التسويق، لذلك تم وضع اسس ومعايير لمثل هذه الاتفاقيات ينبغى على المفتش دراستها عند القيامه بالتفتيش على الشركات.

2- دراسة حجم محفظة الشركة ونسبتها من رأس مالها:

وذلك بهدف حماية الشـــركة من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها نتيجة إســـتثمارها بجزء من رأسمالها في الأســـواق المالية، لذلك فان هناك بعض النســـب المعينة ينبغي ان لا تتجاوزها الشركة في هذا الاستثمار من رأسمالها وغالباً ما تكون 20٪.

3- دراسة الإلتزامات والقروض المترتبة على الشركة:

على المفتش دراسة التزامات الشركة قصيرة وطويلة الاجل لمعرفة قدرتها على الاســـتمرار بالعمل وعلى تغطيتها لتلك الإلتزامات وذلك بهدف حماية الشـــركة وحماية عملائها من تعثر الشركة مالياً.

4- دراسة أرصدة الذمم المدينة ونسبتها من حقوق الملكية ومدى كفاية مخصص الديون المشكوك بتحصيلها وفيما إذا كان لدى الشركة أي ضمانات اضافية للذمم المدينة وهل تم الاعتراف بها مالياً:

يهدف هنا المفتش الى معرفة قدرة الشركة على تحصيل ديونها وأن هذه الديون التي على عملائها لا تتجاوز نســـب معينة من حقوق ملكيتها، وبالتالي ضـــبط التســـهيلات الممنوحه من الشـــركة لعملائها، والتحقق من أن الشـــركة تقوم بآخذ المخصصات المالية اللازمة للديون المشكوك بتحصيلها من عملائها ويتم عكسها على مركزها المالي.

5- دراســـة مكونات حقوق ملكية الشـــركة وهل تم عكس الارباح أو الخســـائر عليها من خلال إعداد القيود الخاصة بالربح أو الخسارة الناتج عن محفظتها وذلك حسب المعايير المحاسبية الدولية:



يسمح لبعض الشركات الحاصلة على ترخيص الوسيط لحسابة بأن تقوم بالاستثمار في محفظة للأوراق المالية لحسابها الخاص وينبغي على تلك الشركات أن تقيم محفظتها الاستثمارية أسبوعياً حسب الأسعار السوقية وعكس نتائج التقييم على صافي حقوق ملكيتها ضمن بند أرباح أو خسائر الفترة الحالية، وفي بعض الأحيان عندما تكون النتيجة سالبة أي أن هناك خسائر لا تقوم الشركات بعكسها على حقوق الملكية بهدف عدم انخفاض نسبة صافي حقوق الملكية الى رأس المال المدفوع عن 75٪ كما اشرنا اليها سابقاً ضمن النسب المالية، ولتوضيح ذلك نضرب المثال الآتي:

لنفرض أن البيانات المالية لأحدى شركات الوساطة المالية كانت كما يلي:

البند	المبلغ
رأس المال المدفوع	1000,000
الاحتياطي الاجباري	50,000
الاحتياطي الاختياري	50,000
أرباح أو (خسائر) متراكمة	100,000
ارباح أو خسائر الفترة الحالية(تقييم المحفظة)	(20,000)
جاري الشريك (مسحوبات)	(40,000)
المجموع	1,140,000

نسبة صافي حقوق الملكيه الى رأس المال المدفوع =

صافي حقوق الملكية

------------------ *100 ٪

رأس المال المدفوع

= 114٪

ولنفرض أن تقييم محفظة الشركة قد حقق خسائر خلال الفترة بقيمة (400،000) دينار

هنا يتوجب على الشركة ان تعمل قيد محا سبي بتخفيض صافي حقوق الملكية بقيمة الخسارة (400،000) دينار وبالتالي يصبح مجموع صافي حقوق الملكية = 740،000 دينار

وبالتالي تكون نسبة صافي حقوق الملكيه الى رأس المال المدفوع =

740،000 / 1،000،000 * 100٪ =74٪ وبذلك تكون اقل من 75٪ وهي مخالفة للأنظمة والتعليمات كونها أقل من 75٪، وبالتالي تعمد بعض الشركات إلى عدم عمل قيد الخسائر(تقييم المحفظة) لتجنب الوقوع في المخالفة.

6- دراسة مدى التزام الشركة بتعليمات التمويل على الهامش وخاصة فيما يلي:

أ- نسبة الهامش الأولي عند تاريخ الشراء:

على المفتش المالي التحقق عند قيام الشركة بالشراء لحساب العميل في محفظة التمويل على الهامش أن لاتقل نسبة مساهمة العميل عند عمليات شراء الأسهم عن نسبة محدده تكون منشورة ومعلومة للشركات ضمن الأنظمة والقوانين والتي غالباً ما تكون 50٪.

بمعنى أن العميل الذي يرغب بشراء اسهم قيمتها السوقية تبلغ 100,000 دينار يجب أن لا يقل المبلغ الذي يدفعة عن 50,000 دينار وبالتالي فإن مبلغ 50,000 دينار يُعبر عنه أنه مبلغ مساهمة العميل في الصفقة.

ب- مبلغ الهامش الأولي:

يجب أن يتحقق المفتش من أن الحد الادنى لمبلغ الاستثمار في التمويل على الهامش يجب أن لايقل عن مبلغ محدد والتي يجب ان لايقل عن 5000 دينار.



ج- التأكد من أن جميع الأ سهم الموجودة في محفظة العميل / هامش هي من الأ سهم المسموح بتمويلها على الهامش والتأكد أيضاً من أن هذه الأ سهم غير موقوفه عن التداول او مرهونة او محجوزة لصالح الغير:

يوجد العديد من الأسهم المدرجة والمتداولة في البورصة، لكن ليس جميع هذه الأ سهم يسمح للشركات بتمويل عملائها على الهامش، بمعنى ان هناك ا سهم معينة وفق ضوابط وشروط (ومن ضمنها مدى سيولة السهم وعدد ايام التداول ونسبة صافي حقوق الملكية والربح) يسمح للشركات بالشراء لعملائها على الهامش.

كما أنه يمكن ولأسباب معينة (مثل عدم تزويد الشركة المساهمة العامة البيانات المالية او فقدانها شرط من شروط الأسهم المسموح بتمويلها على الهامش) إيقاف السهم عن التداول وبالتالي يجب إخراج وإستثناء وعدم احتساب القيمة السوقية للسهم الموقوف عن التداول من محفظة العميل الهامش.

د- التأكد من أن شركة الوساطة المالية لا تقوم بتمويل العملاء ذو الشخصية الاعتبارية إذا كانت تابعة أو حليفة أو زميله أو شركة أم:

ومثال ذلك البنك العربي هو شركة مساهمة عامة وله أ سهم مدرجة ومتداولة في بور صة عمان وله العديد من الشركات ومن ضمنها شركة مجموعة العربي وهي شركة وساطة مالية مرخصة لأعمال التمويل على الهامش ومملوكة بالكامل للبنك العربي، وبالتالي فإن العلاقة ما بين البنك العربي وشركة مجموعة العربي هي شركة تابعة كونها تخضع لسيطرة شركة أم وهي البنك العربي.

وضمن الأنظمة والتعليمات فإنه لا يجوز لشركة مجموعة العربي أن تقوم بتمويل عملائها في الهامش لشراء اسهم بنك العربي.



وتهدف الجهات الرقابية ممثلة بالهيئة بعدم السماح لشركات الوساطة المالية بتمويل أسهم لها علاقة بها حتى لا يتم توجيه عملائها والتركز على شراء أسهمها وبالتالي رفع القيمة السوقية لأسهمها.

هـ- التأكد من عدم تجاوز حجم التمويل للعميل الواحد مليون دينار أو 10٪ من صافي حقوق الملكية أيهما أقل، وان لا تتجاوز مبالغ التمويل على الهامش الممنوحة للعميل الواحد والمجموعة المرتبطة به عن (30%) من صافي حقوق الملكية لدى الوسيط المالي أو (6) مليون أيهما أقل:

فيما يخص العميل الواحد:

ويقصد أنه لا يجوز لشركة الوساطة المالية أن تقوم بتقديم قرض وتمويل على الهامش لشراء الأوراق المالية لعميلها الواحد اكثر من مليون دينار أو 10٪ من صافي حقوق ملكيتها أيهما أقل وفيما يلي توضيح لذلك:

اسم الوسيط المالي (الشركة)	صافي حقوق الملكية	10٪ من صافي حقوق الملكية
س	2,000,000	200,000
ص	16,000,000	1,600,000

شركة (س) يسمح لها تقديم تمويل على الهامش للعميل الواحد بحد أقصى 200,000 دينار، كون ان 10٪ من صافي حقوق الملكية أقل من المليون دينار.

شركة (ص) يسمح لها تقديم تمويل على الهامش للعميل الواحد بحد أقصى مليون دينار، كون أن سقف التمويل والبالغ مليون أقل من 10٪ من صافي حقوق الملكية.

فيما يخص المجموعة المرتبطة:

يقوم بعض المضاربين أو المستثمرين من خلال شركات الوساطة المالية للالتفاف على تجاوز النسبة المحددة لسقف التمويل على الهامش للعميل الواحد من خلال

فتح اكثر من حـ ساب هامش لا شخاص ذوي علاقة بهم (المجموعة المرتبطة) بهدف الحصـــول على تمويل أكبر، ولضــبط التمويلات الخاصــة بتلك المجموعة المرتبطة حددت التعليمات سقف لتلك المجموعة بأن لا تتجاوز (30٪) من صافي حقوق الملكية لدى الوسيط المالي أو (6) مليون أيهما أقل.

كما وتجب الإشــارة انه وفي حال تجاوز العميل أو المجموعة المرتبطة للسـقف المحدد يتم الاستفسار عن أسباب هذا التجاوز وهل هو ناتج عن فوائد مقيدة على حساب العميل أو أنها ناشــئة عن عمليات شــراء جديدة، بحيث لو كانت زيادة الســقف التمويل على الهامش ناتجة عن تقييد فوائد على حســاب العميل لا تعتبر مخالفة أما لو كانت ناتجة عن عمليات شراء أسهم جديده فتعتبر مخالفة.

وتهدف الجهات الرقابية من تحديد سقوف التمويل على الهامش للعميل الواحد أو المجموعة المرتبطة الى عدم تركز التمويل في اشخاص محددين وتوزيع المخاطر.

و- التأكد من عدم تجاوز إجمالي تمويل الشــركة لعملاء الهامش نســبة 150٪ من صافي حقوق ملكيتها:

بمعنى أنه يسمح لشركة الو ساطة المالية المرخصة لأعمال التمويل على الهامش ان تقدم تسـهيلات لجميع عملائها بنسـبة لا تتجاوز 150٪ من صـافي حقوق ملكيتها وفيما يلي مثال على ذلك:

اسم الوسيط المالي (الشركة)	صافي حقوق الملكية	150٪ من صافي حقوق الملكية
س	2,000,000	3،000,000
ص	16,000,000	24,000,000

شركة (س) يسمح لها تقديم تمويل على الهامش لجميع عملائها بحد أقصى 3 مليون دينار.



شــركة (ص) يســمح لها تقديم تمويل على الهامش لجميع عملائها بحد أقصــى 24 مليون دينار.

وتهدف الجهات الرقابية من زيادة رفع ســقف التمويل على الهامش لجميع عملائها بنســبة عالية (150٪) الى ضــخ المزيد من الســيولة وزياده عمليات الشــراء ورفع معدل دوران الأ سهم، ولكن ضمن ضوابط و شروط محدده بحيث تتوزع على أكبر عدد ممكن من المستثمرين لتلبية جميع رغباتهم وتوزيع المخاطر.

ز- التأكد من عدم تجاوز تمويل الشـــركة لعملائها على الورقة المالية الواحدة أكثر من (20٪) من صافي حقوق ملكيتها :

بمعنى أنه يسمح لشركة الو ساطة المالية المرخصة لأعمال التمويل على الهامش بتمويل عملائها لـ شراء سهم معين متداول في البور صة لغاية 20٪ من صافي حقوق ملكية شركة الوساطة المالية وفيما يلي مثال على ذلك:

اسم الوسيط المالي (الشركة)	صافي حقوق الملكية	20٪ من صافي حقوق الملكية
س	2,000,000	400,000
ص	16,000,000	3,200,000

شركة (س) يسمح لها تقديم تمويل على الهامش لجميع عملائها لـ شراء سهم محدد ولنفرض اسهم البنك العربي بحد أقصى 400 الف دينار.

شركة (ص) يسمح لها تقديم تمويل على الهامش لجميع عملائها لـ شراء سهم محدد ولنفرض اسهم البنك العربي بحد أقصى 3,200,000 دينار.

وتهـدف الجهـات الرقابيـة مـن تحديـد سـقوف التمويـل علـى الهـامش لتمويـل ورقـة ماليـة واحـدة إلى عـدم تركـز التمويـل في ورقـة أو سـهم محـدد وتوزيـع المخـاطر الـتي قـد تحصـل لتلـك الأسـهم خاصـة وأن الضـمانات الموجـوده



للقرض المقدم من قبل الوسيط المالي (التمويل على الهامش) هو الأسهم الموجودة في محفظة الهامش للعميل، الأمر الذي يزيد من نسبة المخاطر في حال تم إيقاف الورقة المالية عن التداول لأي سبب كان كونها هي الضمان الوحيد للشركة لتحصيل ديونها من العميل في حال تخلف عن السداد.

7- التأكد من قيام الوسيط المالي (شركة الوساطة المالية) بالفصل بين أمواله وأموال عملائه:

تتولد الارصدة الدائنة(1) للمستثمرون والعملاء بالسوق المالي من خلال :

- قيامهم بالايداع النقدي في حساباتهم لدى شركة الوساطة المالية.
- قيامهم بعمليات بيع الأوراق المالية المدفوع ثمنها مسبقاً.

وتكون هذه الار صدة الدائنة غالباً بمبالغ كبيرة حيث تقوم بعض شركات الو ساطة المالية باستغلالها لتمويل انشطتها او لتمويل عملاء اخرين ذوي علاقة بهم، لذلك جاءت تعليمات فصل اموال الوسيط المالي عن اموال عملائة لمجموعة اهداف من أهمها ما يلي:

- عدم ا ستغلال الو سيط المالي (شركة الو ساطة المالية) أموال الغير (أموال عملائة) لصالحه أو لصالح عملاء آخرين ذوي علاقه به.
- عدم تاخر صرف هذه المبالغ من قبل شركة الوساطة المالية للعملاء في حال طلبها وذلك تجنباً لاستغلالها.

ولتحقيق الأهداف السابقة ينبغي على المفتش التحقق مما يلي:

(1) **يقصد بالارصدة الدائنة للمستثمرين أو للعملاء** : هي الارصدة النقدية التي تكون للعملاء على شركة الوساطة المالية .



أ- قيام الو سيط المالي(شركة الو ساطة المالية) بفتح حساب بنكي مستقل خاص بالعملاء يتم فيه ايداع وســحب الأرصــدة الخاصــة لعملائها على أن لا يقل رصيده بأي وقت من الاوقات عن رصيد الذمم الدائنة للعملاء.

ب- عدم اســتخدام الوســيط المالي(شــركة الوســاطة المالية) أموال العملاء لتمويل أنشطته الخاصة او تمويل عملاء آخرين .

ج- قيام الوســيط المالي(شــركة الوســاطة المالية) بفصــل أوراقه المالية عن الأوراق المالية الخاصة بعملائة.

8- درا سة تعاملات ذوي العلاقة (أعضاء هيئة المديرين, الموظفين, الاقارب من الدرجه الاولى الزوج والزوجه والأولاد القصر) وذلك من خلال ما يلي:

تنص التعليمات على انه يجب أن تكون تداولات وتعاملات (أعضاء هيئة المديرين, الموظفين, الا قارب من ا لدر جه الاولى الزوج والزو جه والأولاد القصـــر) على أساس الدفع النقدي المسبق قبل قيامهم بعمليات شراء للأوراق المالية وذلك بهدف عدم اســتغلال أموال الشــركة لصــالحهم أو لصــالح اقربائهم وذوي العلاقة بهم، لذلك على المفتش في هذا الجانب التحقق مما يلي:

أ- التأكد من أن تداولاتهم تتم على الأ ساس النقدي من خلال الدفع المسبق قبل شراء الأوراق المالية وبقيمة لا تقل عن قيمة الشراء.

ب- ان تعاملهم يتم وفقاً للســياســة الائتمانية للشــركة أي معاملتهم مثل باقي العملاء.

ج- في حال تعاملهم بالتمويل على الهامش يتم التأكد من معاملتهم وفقاً لتعليمات التمويل على الهامش وضمن السياسة الائتمانية للشركة للتمويل على الهامش.

ثانيا: الجوانب التنظيمية الخاصة بالعملاء:

على المفتش التحقق من مجموعة بنود تخص الأمور التظيمية المتعلقة بعملاء شركة الوساطة المالية والتي من أهمها ما يلي:



1- التأكد من قيام الشركة بإرسال كشوف حساب للعملاء الذين جرى على حساباتهم حركات وعمليات خلال ثلاثة أشهر من تاريخ أخر حركة سواء بالبريد الإلكتروني أو المسجل : وذلك بهدف التأكد من أن العميل على إطلاع أولاً بأول بجميع الحركات والعمليات التي تمت على كشف حسابة.

2- التأكد من قيام الشركة بالاحتفاظ بتفاويض أوامر البيع والشراء سواء كانت خطية أم صوتية والتأكد من تنفيذها للأوامر حسب التسلسل الزمني ومن وجود نظام صوتي مسجل لديها يتم فيه تسجيل المكالمات الواردة والصادرة وأخذ النسخ الاحتياطية اللازمة لذلك: وذلك بهدف التأكد من عمليات البيع والشراء التي تمت على كشف حساب العميل هي أوامر صادرة ومرسلة من قبل العميل نفسه وانه لا يوجد تلاعب بتلك الحركات، والتأكد من التسلسل الزمني للأوامر بحيث لا يتم تفضيل عميل على عميل أخر وان الأوامر ادخلت حسب التسلسل الزمني والوقت لأن العامل الزمني عنصر أساسي ومهم في عالم التداول.

3- التأكد من وجود مكان ومساحة مناسبة للعملاء داخل الشركة مع الفصل المكاني بين العملاء والموظفين: وذلك بهدف توفير بيئة مناسبة وآمنه للتداول بحيث لا يؤثر الوسيط المالي على العميل بخصوص قرارة الاستثماري.

4- التأكد من قيام الشركة بالمصادقة على صحة تواقيع العملاء سواء (هامش أو وساطة) عند ابرام الاتفاقيات: عند قيام العميل بفتح حساب تداول لدى شركة الوساطة المالية ينبغي على الشركة المصادقة على صحة تواقيع العميل لانها سوف تصبح معتمدة لدى الشركة عند التوقيع على أوامر البيع والشراء أو على أي أوراق رسمية معتمدة داخل الشركة.

5- التأكد من نسب العمولة ونسب احتساب الفائدة الواردة في الاتفاقية :



ان نسب عمولات التداول هي محدده ضمن حد أدنى وحد أعلى، لذلك بعض شركات الو ساطة تقوم عند إبرام الاتفاقية مع عملائها بالاتفاق معه على الحد الادنى للعمولة ولكن عند ادخالها بنظام الإلكتروني المحاسبي تقوم بادخال نسبة غير المتفق عليها، لذلك ينبغي على المفتش التحقق من مطابقة نسب عمولات التداول المتفق عليها بالاتفاقيات المبرمة مع العملاء مع ا لمدخلة على النظام المحاسبي.

كذلك ينبغي التأكد من في حال كانت الاتفاقيات المبرمة لحسابات التمويل على الهامش التاكد أيضاً من نسب الفوائد المتفق عليها.

بمعنى ان النسب المتفق عليها والمحددة ضمن الاتفاقيات الموقعة ما بين العملاء وشركة الوساطة المالية سواء كانت عمولات التداول أو الفوائد هي نفس المعكوسة على الأنظمة المحاسبية الخاصة بذلك.

6- في حال قيام العميل بتفويض عميل آخر بإدارة حسابه نيابة عنه يجب التأكد من وجود وكاله عدلية مصدقة من المحكمة : وذلك بهدف حماية أموال العملاء والتأكد ان من يعمل على إدارة حساب العميل اما العميل نفسه أو شخص يسمح له ضمن الأنظمة والقوانين ويجب ان تكون وكالة عدلية حسب الأصول.

7- التأكد من قيام الشركه بتصنيف العملاء (طبيعي، اعتباري، شريك، عميل، قاصر):

وذلك بهدف معرفة وطبيعة عملاء الشركة (شخص طبيعي، شخص اعتباري، شريك، عميل، قاصر) لاعداد الدراسات وإصدار التقارير الخاصة بذلك وخاصة بجانب غسل الأموال وتمويل الأرهاب لأن هذا التصنيف جزء أساسي ومفيد لهذا الجانب.

8- التأكد من احتفاظ الشركة بملفات خاصة لجميع موظفيها:

يوجد بعض الشروط والمتطلبات الخاصة بالموظفين مثل اشتراط ان الموظف الوسيط المالي يجب أن يحمل بحد أدنى درجة البكالوريوس ولدية دورات خاصة بالوساطة المالية ودورات خاصة بالامتثال معتمدة من الجهات الرقابية وبالتالي تساعد المفتش عند قيامة بالتفتيش من التأكد من أن موظفي الشركة ينطبق عليهم الاسس والشروط الواجب اشغالها لتلك الوظيفة.



ثالثا: الجوانب المتعلقة بالنظام المحاسبي المستخدم:

في هذا البند يعمل المفتش على فحص توافق النظام الآلي المعتمد من قبل الشـــركة مع متطلبات الهيئة بخصوص الأنظمة المحاسبية ويتم فحص النظام من خلال الاجابة عن الأسئلة التالية:

أ- هل يسمح النظام إجراء مناقلات بين الحسابات سواء كان على مستوى العميل نفسه أو من عميل لعميل أخر؟

يجب أن لايسمح النظام بإجراء مناقلات بين الحسابات بين العملاء سواء كان على مســتوى العميل نفســه أو من عميل لعميل أخر وذلك ان كل حســاب مســتقل عن الآخر، إلا أنه وفي حالات محدده وواضــحة يمكن السماح للشركة بعمل تلك المناقلات لكن بموافقة الهيئة المسبقة.

ب- هل يمكن تغيير تواريخ السندات أو يمكن تغير ساعة النظام و ساعة جهاز الخادم نفسه؟

يجب أن لا يسمح النظام المحا سبي الم ستخدم داخل ال شركة بتغيير تواريخ ال سندات (القبض أو ال صرف أو القيود) ولا يسمح أيضاً بتغير ساعة النظام وســاعة جهاز الخادم نفســه (الوقت) وذلك بهدف ضــمان عدم التلاعب بتواريخ العمليات الحا صلة على سجلات الشركة او حسابات عملائة، ولتوضيح ذلك التلاعب نضرب المثال الآتي:

يُطلب من الشركات أن تزود الجهات الرقابية بتقارير وكشوفات ا سبوعية للتأكد من أنها غير مخالفة ومنســجمة مع الأنظمة والقوانين، وفي احد الحالات قامت شركة وساطة مالية بالتلاعب من خلال أنها قامت بتعديل تاريخ الكشــف في يوم لم تكن مخالفة فيه وإرســاله للهيئة، وقد تبين أن تاريخ طباعة الكشــف كان قبل تاريخ البيانات المالية المرســل للهيئة، والأصل أن يكون العكس تماماً.



ج- هل يمكن إصدار شيكات من حسابات مدينة أو إصدار شيكات برصيد أكبر من الأرصدة الدائنة ؟

على المفتش التحقق من صـــحة النظام المحاســـبي من خلال التأكد بعدم السماح للنظام بسحب أو صرف رصيد للعميل حسابه مدين أو سحب مبلغ اكبر من رصـــيده الدائن، وذلك بهدف حماية أموال العملاء وعدم استغلال الشركة لاموال الشركة.

د- هل جميع الشـيكات الصـادرة عن الشـركة تكون مدموغة بعبارة "يصـرف للمستفيد الأول"؟

يجب على المفتش التأكد أن الشيكات الصادرة للعملاء من الشركة تصدر الكترونياً وأنها مدموغة بعبارة "يصرف للمستفيد الأول" وأنها غير مشطوبة عند عبارة المستفيد الأول وذلك بهدف حماية أموال العملاء وعدم استغلال الشركة لأموال عملائها.

رابعا: الجوانب المتعلقة بأنظمة الرقابة الداخلية:

1- هناك عدة أمور يتم مراجعتها في الشركة خاصة بنظام الرقابة الداخلي تتم من خلال ما يلي:

أ- مراجعة محاضر اجتماع هيئة المديرين وتحديد فيما إذا كان هناك تداخل في المهام بين الموظفين وهل يوجد ملفات موظفين أصولية:

وذلك بهدف التأكد أن جميع القرارات المتخذه من قبل إدارة الشـــركة تنســـجم مع الأنظمة والقوانين المعمول بها.

ب- مراجعة قرارات لجنة الاستثمار والسياسة الائتمانية للشركة:

يجب أن يتواجد داخل كل شركة وساطة لجنة استثمار ولجنة تتولى السياسة الائتمانية للشـركة بهدف دراسـة ووضـع الأسـس الملائمة لها عند منحها تسهيلات أو وضع الأسس لقرارتها الاستثمارية، وبالتالي يتم مراجعة



اعمال تلك اللجان بهدف التأكد من إنســـجامها مع الأنظمة والقوانين المعمول بها.

ج- التأكد من مدى توافق الصلاحيات الممنوحة للمستخدم (الموظف) لأسس وقواعد الرقابة الداخلية وأنها منسجمة مع معايير الرقابة الداخلية:

وذلك بهدف التحقق من فصل المهام والوظائف وعدم تداخل الصلاحيات بين أعمال الموظفين بشكل يضمن تحقيق أعلى معايير الرقابة الداخلية.

2- التأكد من تفعيل دور ضابط الامتثال لدى الشركة: -

فرضت الجهات الرقابية على شركات الوساطة المالية تعيين ضابط امتثال داخل كل شركة ويمكن تعريف ضابط الامتثال على انه الشخص الطبيعي الذي يتولى مراقبة الاوضـــاع الادارية والفنية والمالية والتأكد من مدى التزامها بالتشـــريعات النافذة الخاصة بعمل الأسواق المالية وهو مرتبط مباشرة بالمدير العام للشركة، وعليه اجتياز دورات معتمدة من قبل الجهات الرقالبية قبل اعتمادة من الهيئة والموافقة علىعمله داخل شـــركة الوســـاطة المالية، وفي هذا الجانب يجب على المفتش ان يتحقق من جانبين بخصوص عمل ضابط الامتثال وهما:

أ- الجانب الإداري ويشمل التأكد من قيام ضابط الإمتثال بما يلي:

1. إعداد دليل خاص للإمتثال على أن يتم تحديثه بإستمرار.
2. التدقيق على أعمال الشــركة للتأكد من مدى مطابقتها لقانون هيئة الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه.
3. متابعة مدى التزام موظفي الشركة بسياستها الائتمانية والاداريه وغيرها.
4. التأكد من التزام الشـــركة بجميع متطلبات مؤســـســـات ســـوق رأس المال والاحتفاظ بسجل خاص للمراسلات مع هذه الجهات.
5. تنظيم إجراءات عمل الشـــركة بالطريقة التي تكفل التقيد التـــــام بالأنظمة الداخلية والقوانين المنظمة لعملها.



6. متابعة شكاوى العملاء من خلال فتح سجلات خا صة للشكاوى ومتابعة نتائجها.
7. التأكد من أن الشـــركة اتخذت الاحتياطات الملائمة والوقائية لخطر تحريف المعلومات وســـلامة أمنها بما في ذلك أخذ نســـخ احتياطية لجميع البيانات والمعلومات التي تخص الشركة.
8. الاحتفاظ بسجلات تتضمن مايلي :
- أسماء مسؤولي الشركة وموظفيها.
- حسابات هيئة المديرين والعاملين في الشركة.
- سجل لجميع شكاوى العملاء والإجراءات المتخذة.
- سجل خاص يحتوي على محاضر الاجتماعات.
- قائمة أسماء جميع العملاء.
9. تحديد الإجراءات الواجب إتباعها من قبل الإدارة والموظفين بشـأن التعرف على مخاطر الامتثال.
10. التأكد من تطبيق الإجراءات التصـــحيحية في حال اكتشـــاف مخالفات ناجمة عن عدم الامتثال، وإبلاغ ذلك للإدارة العليا.
11. التأكد من تطبيق الشـــركة لتعليمات مكافحة غســـل الأموال ومكافحة الارهاب.

ب- الجانب المالي ويشمل التأكد من قيام ضابط الامتثال بما يلي:

1-التأكد من إعداد تقارير دورية تُرفع للإدارة العليا تتضمن على سبيل المثال:
- الوضع المالي للشركة ومدى الالتزام بمعاييـــر الملاءة المالية.
- المخالفات التي ارتكبتهـــا الشركة استناداً لتعليمات معايير الملاءة المالية.
- اعداد تقارير دوريه عن الامور الخاصة بالعملاء مثل تركز الذمم المدينة.



2- متابعة متطلبات هيئة الأوراق المالية فيما يخص الأنظمة المحاسبية والتأكد من تطبيقها في الشركة وكذلك نظام التسجيل الهاتفي.
3- التأكد من إرسال الملاءة المالية والبيانات المالية لهيئة الأوراق المالية خلال المدة المحددة قانونيا.
4- التأكد من التزام الشركة بإعلام هيئة الأوراق المالية بأي معلومات جوهرية تخص الوضع المالي للشركة فورا.
5- التأكد من قيام الشركة بمسك الدفاتر والسجلات المحاسبية الخاصة بها وتلك السجلات الضرورية لممارسة أعمالها بصورة منظمة و صحيحة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية ومتطلبات وقوانين تنظيم المهنة.
6- عمل محاضر جرد للصندوق العام.
7- التفتيش على فروع الشركة إن وجد.

خامسا: الجوانب المتعلقة بمكافحة غسل الأموال وتمويل الارهاب:

غسل الأموال هي عملية تهدف الى إخفاء المصدر الرئيسي غير المشروع للأموال التي يسعى للحصول عليها أو توليدها من النشاط غير المشروع واظهارها بانها تولدت عن طريق مصادر مشروعة وغير مخالفة للأنظمة والقوانين[1]، وهناك عدة مجالات وانشطة لتوظيف تلك الأموال واظهارها بطرق مشروعة ومن ضمنها أنشطة الأوراق المالية.

ونظراً لأن عمليات غسل الأموال في أنشطة الأوراق المالية داخل البورصة من شأنها عمل تشوهات في أسعار الأسهم وبالتالي عدم استقرار السوق فأن هيئة الأوراق المالية باعتبارها هيئة اعتبارية تمارس أعمالها كجهة رسمية مملوكة بالكامل

(1) صندوق النقد العربي (2016)، صندوق النقد العربي بشأن سياسة مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.



من قبل حكومة المملكة الأردنية الهاشمية، تقوم بتنفيذ مهامها بهذا الجانب من خلال قيامها بالدور الرقابي والتشريعي بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب في مجال أنشـــطة الأوراق المالية على الجهات المالية الخاضـــعة لرقابتها حيث أن عملية الرقابة على مكافحة عمليات غسل الاموال وتمويل الإرهاب تندرج ضمن أولويات الرقابة الشاملة للهيئة، لذلك تسعى الهيئة إلى تطبيق كافة أوجه الرقابة والتفتيش في هذا الجانب لتحقيق الأهداف التالية :

1- تعزيز نزاهة السوق المالية ومصداقيتها.
2- حماية الأشـخاص المرخص لهم وعملائهم من العمليات غير القانونية التي قد تنطوي على غســل للأموال أو تمويل للإرهاب أو أي نشــاط إجرامي آخر.
3- حماية السوق من تشوهات الأسعار الخاصة بالأوراق المالية والمحافظ على استقراره.

ولتحقيق الأهداف السابقة ينبغي على المفتش التأكد والتحقق من ما يلي:

أولاً: التأكد من قيام الجهات الخاضـــعة لرقابة الهيئة بتطبيق مبدأ" اعرف عميلك" Know Your Client على جميع عملائها وذلك من عن طريق:

1. اخذ الشركة اجراءات العناية الواجبة للتعرف على العميل من خلال نماذج خاصه سواء كان العميل شخص (طبيعي، اعتباري).
2. التحقق من هوية العملاء والأشـــخاص المفوضـــين بالتوقيع نيابة عنهم، والاحتفاظ بالنسخ الأصلية.
3. تحديث البيانات لجميع العملاء بشكل مستمر ودوري.

ثانياً: وجود سجل مستقل يبين فيه الايداعات النقدية بشكل دوري والتي تزيد عن عشرة الاف دينار.



ثالثاً: التأكد من قيام الشركة بتعيين مسؤول اخطار ونائباً له وأن يكونا من الإدارة العليا.

رابعاً: وجود نموذج الاخطار لدى الشركة لإعلام وحدة مكافحة غسل الاموال في حال وجود شبه بذلك.

خامساً: التأكد من وجود نظام داخلي مكتوب لمكافحة غسل الأموال وتمويل الارهاب ووجود سياسات واجراءات خاصة لمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب معتمد ومقر من إدارة الشركة العليا سواء هيئة المديرين أو مجلس الإدارة.

سادساً: التحقق من قيام الشركة بتدريب العاملين في الشركات بشأن مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.

سابعاً: التحقق من صحة تصرف شخص نيابة عن العميل والتعرف على هويته والتحقق منها.

وهناك عدة مؤشرات تدل على وجود شبهات غسل أموال في مجال أنشطة الأوراق المالية تساعد المفتش في تخمين وتقدير هذه الشبهات وهي:

أولاً: المؤشرات الدالة على وجود شبهات في غسل الأموال وتمويل الارهاب خارج عمليات التداول:

1. عدم اهتمام العميل بشأن الالتزام بمتطلبات مكافحة غسل الاموال او تمويل الإرهاب.
2. رفض العميل تقديم معلومات أو بيانات عنه أو توضيح مصدر أمواله وأصوله الاخرى.
3. محاولة العميل تزويد شركة الوساطة المالية بمعلومات غير صحيحة أو مضلله تتعلق بهويته و/ أو مصدر امواله.
4. صعوبة تقديم العميل لوصف لطبيعة عمله او عدم معرفته بانشطته بشكل عام.



5. وجود اختلاف كبير بين أنشطة العميل والممارسات العادية.
6. إنتماء المستفيد الحقيقي لمنظمة معروفة بالنشاط الاجرامي.

ثانياً: المؤشرات الدالة على وجود شبهات في غسل الأموال وتمويل الارهاب في عمليات التداول:

1. محاولة العميل الغاء صفقة او تغييرها بعد تبليغه بمتطلبات تدقيق المعلومات او حفظ السجلات من الشخص المرخص له.
2. طلب العميل انهاء اجراءات صفقة يستخدم فيها اقل قدر ممكن من المستندات.
3. قيام العميل بعدد كبير من الحوالات البرقية التي يصعب تفسيرها على الرغم من تدني قيمة صفقات الأوراق المالية.
4. تغيير مصادر دخل العميل بشكل مستمر.
5. عدم تناسب قيمة او تكرار العمليات مع المعلومات المتوافرة عن المشتبه فيه ونشاطه ودخله ونمط حياته وسلوكه.
6. عدم اهتمام العميل بالمخاطر والعمولات او اي مصاريف اخرى.
7. رغبة العميل في المشاركة في صفقات غير واضحة من حيث غرضها القانوني او الإقتصادي او عدم انسجامها مع استراتيجية الاستثمار المعلنة.
8. قيام العميل بتحويلات برقية متعددة لحسابه الخاص بالاستثمار يتبعه بطلب مباشر لتحويل المبلغ لطرف ثالث دون توضيح الغرض من ذلك.

9. قيام العميل با ستثمار طويل الاجل يتبعه بعد مدة وجيزة طلب تـ صفية الوضع الاستثماري بتحويل العائد من الحساب.
10. قيام العميل بفتح عدة محافظ استثمارية بعدة اسماء، وتعدد التحويل بين الحسابات او التحويل لطرف آخر دون مسوغ مبرر.
11. طلب العميل من شـــركة الوســـاطة المالية تحويل الأموال ومحاولة عدم تزويدها بأي معلومات عن الجهة مرســلة الحوالة أو الشــخص المرســل إليه[1].

سادسا: الرقابة والتفتيش على التراخيص الأخرى:

يشمل التفتيش أيضاً جوانب أخرى على الشركات الحاصلة على تراخيص غير الوساطة المالية وفيما يلي توضيح لذلك:

1- إدارة الاســـتثمار: وهي ان تتولى شـــركة الوســـاطة المالية إدارة حســـاب العميل نيابة عنه بموجب اتفاقية مبرمة بينهما، لذلك هناك عدة أمور يجب على المفتش التحقق منها ومراجعتها في الشركة من أهمها:
   - الفصـــل بين الأوراق المالية الخاصــــة بكل عميل من عملاء إدارة الاستثمار والأوراق المالية المملوكة للشركة.
   - الاحـتفاظ بحسابات مستقلة لكل عميل أو محفظة يتولى إدارتها، على أن يتضـــمن حســـاب كل عميل الإســـتثمارات والفوائد المقبوضـــة والأرباح الموزعة بالإضـــافة إلى أي نفقات تكبدها مدير الاســـتثمار نتيجة إدارته لمحفظة العميل إن وجدت وتفاصيل هذه النفقات.

1 تـعـلـيـمـات غسل الأموال، الكويت، الموقع الإلكتروني " https://www.cma.gov.kw/ar/web/cma/cma-board-releases/-/cmaboardreleases/detail/279462 و سلسة توعية المستثمر المصري مصر، 2010.



2- أمانة الا ستثمار: وهي ان تتولى شركة الو ساطة متابعة ا ستثمار العميل مع مدير الاســـتثمار نيا بة عن العميل، لذ لك هناك عدة أمور يتم مراجعتها في الشركة من أهمها:

- متابعة إدارة اســـتثمارات العملاء ومراقبتها، للتأكد من مطابقتها للأسس والأهداف الا ستثمارية للعميل المنصوص عليها في اتفاقية إدارة الا ستثمار الموقعة مع العميل، وفقًا لأحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه
- إعلام الهيئة والعميل ومدقق حســـابات العميل إن وجد عن أي مخالفة يرتكبها مدير الاســـتثمار فور علمه بها، بما في ذلك مخالفته لاتفاقية الاســـتثمار وعدم قيام مدير الاســـتثمار بتزويده بالتقارير اللازمة لمارســـة عمله، والطلب من مدير الاســـتثمار تصـــويب المخالفة فورًا وإذا لم يـ ستجب للطلب يتحمل مدير الاســتثمار تبعة ذلك.
- مراجعة التقارير المعدة من قبل مدير الاســـتثمار ، وإبداء رأيه بها وتزويد عملائه بهذا الرأي مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل.

3- الإ ستشارات المالية: وهي أن تقدم شركة الو ساطة المالية الا ستشارات ا لمالية للعميل بموجب اتفاقية مبرمة بينهما لذلك هناك عدة أمور يتم مراجعتها في الشركة من أهمها:

- العمولات او الاجور التي يتقـاضـــــا ها نظير تقـديم خد مات الاستشارات المالية.
- التأكد من قيام الشركة بإعداد الدرا سات المالية من خلال مستشار مال معتمد لدى الهيئة والتأكد من دقة و صحة المعلومات المتـضمنة بالاستشارة.



- عدم وجود ضمان للنتائج الاستثمارية بناءً على الاستشارات المالية.

4- إدارة وأمانة الاصدارات: يتم التأكد مما يلي:

- الالتزام بالاتفاقية المبرمة بين مدير الا صدار والمصدر للورقة المالية وخاصة فيما يتعلق ببذل العناية أو تحقيق الغاية.
- الالتزام بسعر الشراء المتفق عليه في حال وجود اتفاقية تعهد بالتغطية.
- التأكد من وجود كتاب تعهد بأن المعلومات المتعلقة بنشرة الإصدار صحيحة ودقيقة ومكتملة.
- التأكد من قيام الشرطة بتنظيم سجلات خا صة لكل مصدر على حدى والاحتفاظ بها بطريقة أصولية.

ثالثا: الرقابة والتفتيش على عمليات التداول (مراقبة التداول) :

يمكن تعريف مراقبة التداول على انها مراقبة سلوك ونشاط شركة الوساطة المالية في السوق المالي (البورصة) ومعرفة النهج المتبع لديها في تنفيذ أوامر البيع والشراء، كما يمكن تعريفها بانها العمليات التي تهدف الى المحافظة على قانون العرض والطلب بمعنى أن الا سعار تتحرك وفقاً لعوامل السوق ونتيجة للمعلومات الواردة تنعكس على أسعار الأوراق المالية إما عرض أو طلب، لذلك تعتبر عمليات التداول وابرام العقود سواء كانت بيع أم شراء ام تنفيذ صفقات وتنظيمها بين البائعين والمشترين جوهر نشاط وعمل الأسواق المالية والبورصات.

أهمية المراقبة على التداول:

تهدف مراقبة التداول إلى حماية المستثمرين في الأوراق المالية وعدم تعرضهم للخداع والتضليل والايهام من خلال التلاعب بأ سعار الأوراق المالية ويمكن إبراز أهميتها من خلال بيان أهدافها بالنقاط الآتية:



1- عدم الاخلال بقانون العرض والطلب في ســـوق الأوراق المالية، من خلال المحافظة على أسعار الأوراق المالية.

2- التاكد أن تغيرات أسعار الأوراق المالية تتحرك وفقاً للمعلومات الواردة الى السوق.

3- التأكد أن مقدار التغير في ســـعر الســـهم ينســـجم مع المعلومة الواردة للســـوق، بمعنى تغيير الســـعر منطقي وغير مبالغ فيه ســـواء ارتفع او انخفض سعر السهم ويتلائم مع المعلومات الواردة للسوق.

4- التأكد من عدم وجود أو الحد من ســـلوكيات مقصـــودة ومفتعلة يكون هدفها خلق انطباع كاذب أو مضلل[1].

5- التاكد من عدم إســـتغلال الأشـــخاص المطلعين[2]وذوي العلاقة بهم للمعلومات الداخلية[3] ومراقبة تداولاتهم من خلال تتبع حركات البيع والشراء الخاصة بهم.

لذلك تولي الجهات الرقابية اهتماما بالغاً لهذا الجانب الأســـاســـي والمحوري لضمان توفر بيئة آمنه وخصبة للتداول بهدف حماية المستثمرين المتعاملين في الأوراق المالية، والمحافظة على مبدأ قانون العرض والطلب من خلال عدم الســـماح بالتأثير

---

1 – عباس، احمد وكريم عمار،(2017) التلاعب بأســـعار الأوراق المالية، **مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية**، العدد الرابع، ص 218.

2 – **الشـــخص المطلع**: الشـــخص الذي يطلع على المعلومات الداخلية بحكم منصـــبة أو وظيفته، قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017، الأردن.

3 – **المعلومات الداخلية**: المعلومات غير المعلن عنها المتعلقة بمصـــدر أو أكثر او بورقة مالية أو أكثر، والتي تؤثر على ســـعر أي ورقة مالية في حال الاعلان عنها ولا يشـــمل ذلك الاســـتنتاجات المبنية على البحوث والدراســـات والتحاليل الإقتصـــادية المالية. قانون الأوراق المالية رقم (18) لســـنة 2017، الأردن.



على أسـعار الأسـهم بطرق غير مشـروعه، لذلك قامت الجهات الرقابية ممثلة بهيئة الأوراق المالية وبورصة عمان بانشاء دوائر متخصصة تعنى بمراقبة عمليات التداول في السـوق المالي، حيث يتم ذلك من خلال التعاون والتنسـيق المسـتمر فيما بينهم وذلك في المجالات الآتية :

المجال الأول : العمل على وضـع وتطبيق الإجراءات وأسـاليب العمل الكفيلة بضـــمان تداول كفؤ وشــفاف وتوفير آليات عمل عادلة ومنصــفة للمتعاملين بالأوراق المالية.

المجال الثاني: العمل على توفير أنظمة إلكترونية ويدوية ووسـائل ربط واتصـال وقاعات مجهزة بالأدوات والوسـائل الفنيـــــة اللازمة لتداول الأوراق المالية وممارسة البورصة لأنشطتها الأخرى.

المجال الثالث: العمل على وضـع الخطط اللازمة وتهيئة جميع الظروف المناسـبة لتفعيل التداول عن بُعد، من خلال إيجاد وتوفير البرامج الآمنه لضـــمان سـير عمليات التداول بشكل يسير، حيث يهدف هذا البرنامج الى ما يلي:

1. إمكانية قيام شـركات الوسـاطة المالية للتداول عن بُعد من خلال ادخال الأوامر المسـتقبلة من عملائها الى نظام التداول لتنفيذها وبغض النظر عن مكان تواجد الوسـيط المالي من خلال الربط الإلكتروني، وذلك ضـمن ظروف وحالات اسـتثنائية مثل حدوث كوارث طبيعية مثل انتشـار وباء فيروس كورونا أو اغلاق الطرق نتيجة تراكم الثلوج.
2. امكانية قيام المستثمر أو العميل نفسة بادخال الأوامر التي يرغب بتنفيذها من خلال شـركات الوسـاطة المالية المرخصـة لهذه الغاية أو ما يعرف التداول عبر الأنترنت.

ويمكن إبراز المهام التي تقوم بها تلك الدوائر للرقابة على عمليات التداول بما يلي:



1- الرقابة اللحظية المباشـــرة الدائمة والمســـتمرة على عمليات شـــراء وبيع الأوراق المالية لضـــمان توافقها وانســـجامها مع أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه.

2- مراقبة جلسة التداول الفورية ومتابعة أوامر الشراء والبيع المدخلة والمنفذة من قبل شركات الخدمات المالية وذلك للتأكد من سلامة التداول واكتشاف أي ممار سات مخالفة إن وجدت وتقديم التو صيات المنا سبة لاتخاذ الإجراء اللازم بخصوصها.

3- مراقبة ممار سات شركات الو ساطة المالية بالسوق أثناء جلسة التداول من خلال متابعة العروض والطلبات المقيدة والمنفذة، ومعرفة مدى تأثيرها على أ سعار الأوراق المالية وذلك لاكتشاف أية تجاوزات أو تلاعبات أثناء التداول واتخاذ الإجراءات اللازمة بـشانها مبا شرة بهدف توفير تداول آمن يخلو من أى خداع أو تضـــليل أو احتيال وبالتالي تجنب الســـوق المالي والمستثمرين من المخاطر .

4- مراقبة تداولات الوســـطاء والأطراف ذوي العلاقة بهم والأشـــخاص المطلعين والتأكد من عدم ا ستغلالهم للمعلومات الداخلية غير المعلنة لكافة المســـتثمرين، وكذلك مراقبة تداولات المســـتثمرين الذين يقومون بنشـــر أي معلومات عبر أي و سيلة توا صل بخصوص تداول أي ورقة مالية معينة أو بث الشائعات.

5- مراقبة تغيرات أســـعار الأوراق المالية وإجراء الدراســـات الدورية حول التداولات المنفذة على أســـهم الشـــركات المدرجة في بورصـــة عمان، والمســـاهمة في تثقيف ونشـــر التوعية بين عناصـــر الســـوق (المســـتثمرون، الو سطاء، الـشركات المدرجة) من خلال عقد الدورات في مختلف النواحي سواءً الفنية أو القانونية.



وعند الحديث عن محاولة التأثير والتلاعب بأسـعار الأسـهم لا بد من الحديث عن ممارسة مهمة في عالم الأسواق المالية وهي المضاربة.

المضاربة في بورصة الأوراق المالية (Speculation):

إن الأصل في الاسـتثمار أن يتملـك المستثمر الورقـة المالية لأجـل الورقـة الماليـة نفسـها لمـا مـا تُمثلـه مـن حصـة شـائعة في ملكيـة الشـركة أي أن قـرار المستثمر بـالبيع أوالشـراء يكـون مـبني علـى ورود معلومـات للمسـتثمر يقـوم بعدها بإجراء التحليـل الفـني أو الأساسـي المناسـب لـه، ومـن ثـم يقـوم باتخـاذ القـرار الاسـتثماري المناسـب سـواء كـان قـرار بيـع او شـراء او قـرار عـدم الشـراء او البيـع ، والأصـل أن يتحـدد سـعر السـهم نتيجـة التقـاء الطلـب والعــرض وذلــك ضــمن الظــروف الطبيعيــة وحســب المراكــز الائتمانيــة للشركات المدرجة والمتداولة والتقارير المالية الصادرة عنها .

ويجـب الأعـتراف بحقيقـة في عـالم التـداول في أسـواق رأس المـال مفادهـا أن جميـع الأسـواق الماليـة الموجـوده بالعـالم لا تخلـو مـن أسـم المضـارب وهـو الذي يبحث عن الربح السريع خلال فترة زمنية قصيرة .

حيث تختلـف المضـاربة في بورصـة الأوراق الماليـة عـن المضـاربة في الفقـة الإسـلامي[1]، فالمضـاربة في الفقـة الإسـلامي تعتمـد علـى دفـع مـال لمـن يضارب بهذا المال، فيشتري سـلعاً ويسـتلمها ثـم يبيعهـا بعـد فـترة مـن الـزمن، والربح يكون بينهمـا وهـو مـا زاد عـن رأس المـال وذلـك حسـب مـا اشـترطاه العاقدان، وفي حـال الخسـارة يتحمـل صـاحب رأس المـال الخسـارة والمضـارب

(1) عربيات، وائل، والعون، أحمد(2011). الضوابط الشرعية للتجارة الإلكترونية في العملات الدولية، **المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية**، المجلد السابع، العدد "1/ ب"، الجامعة الأردنية ، عمان، الأردن، ص 202.



يخسر جهده وعمله، ويمكن تلخيصها على أنها " أن يدفع إنسان ماله إلى أخر يتجر فيه والربح بينهما وهي جائزة بالاجماع"[1]، أو " هي دفع مال معين معلوم لمن يتجر فيه بجزء معلوم مشاع من ربحه"[2].

أما تعريف المضاربة في بورصة الأوراق المالية فهي" عملية بيع أو شراء يقوم بها أشخاص، بناءً على معلومات مسببة، أو على مجرد الحظ والتخمين والتنبؤ، لا بقصد تسلم السهم لمحتواه، والانتفاع بما يعود عليه من ربح، وإنما الاستفادة من فروقات الأسعار بين وقت وآخر"[3].

وفي الغالب يكون الهدف من المضاربة في سوق الأوراق المالية هو الاستفادة من فروق الأسعار وليس التملك أو التمليك للأسهم، وتعتمد المضاربة على توقعات المضاربين بتغير القيمة السوقية للأوراق المالية وعادة ما تكون فترة الاستثمار والاحتفاظ بالأسهم للمضارب قصيرة الأجل، وتختلف المضاربة عن الاستثمار من حيث مقدار العائد المتوقع والذي يكون عادة في المضاربة أكبر ولا يتسم بالدورية والثبات أما في الاستثمار فيكون العائد المتوقع أقل ويتسم بالدورية والثبات، كما أن درجة المخاطرة تكون أعلى منها في المضاربة مقارنة بالاستثمار، وتكون الفترة الزمنية للمضاربة أقل منها في الاستثمار[4].

---

(1) ابن قدامة، موفق الدين أبي محمد عبدالله (1988).**الكافي في فقه إبن حنبل**، ط 5، دار المكتب الإسلامي، تحقيق زهير الشاويش، الجزء 2، بيروت، لبنان، ص 267.

(2) الدمشقي، محمد بن بدر الدين بن بلبان(1995). **أخصر المختصرات**، تحقيق محمد ناصر العجمي، ط 1، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، الجزء الأول، ص 183.

(3) السلمي، عبدالله(2010). **التغرير في المضاربات في بور صة الأوراق المالية تو صيفة وحكمة**، مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة العشرون، الفترة 25-29 ديسمبر، مكة المكرمة، السعودية ، ص 11+15.

(4) أبو النصر، **أسواق الأوراق المالية(البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي**، مرجع سابق،ص 78.



ويمكن توضيح المضاربة كالاتي (1):

النوع الأول : المضاربة المشروعة :

تعتبر الفائده الربوية هي روح العمل المصرفي لدى البنوك التجارية، وتعتبر المرابحة روح العمل المصرفي للبنوك الأسلامية، وتعتبر المضاربة هي روح العمل داخل البورصات(2)، وفي لغة المتعاملين في البورصة يطلق عليها اسم (ملح السوق).

لذلك فان وجود المضاربة النافعة المشروعة في الأسواق المالية أمر مطلوب ومرغوب في السوق ولكن ان تكون مشروعة ونافعة وليست ضارة ومفتعلة لذلك فان المضاربة النافعة مطلوبة وفق الشرطين الآتيين:

الشرط الأول : أن يكون عقد المضاربة حقيقياً لا صورياً وأن تنتهي عملية المضاربة بالتملك الحقيقي للثمن والمثمن.

الشرط الثاني : أن تكون الاستفادة من فروق الأسعار ناتجة عن محددات العرض والطلب الحقيقية، لا أن تكون مفتعلة ومقصودة نتيجة التلاعب والتأثير على أسعار الأوراق المالية .

وعليه فان المضاربه النافعة تعمل على على زيادة دينامكية السوق بشكل ايجابي أو على الاقل لا يكون لها تأثيرات على السوق, بحيث لا تؤثر على الا سعار ولا تحتوي على الغش والتضليل والبيع الصوري وتعتمد أ سا ساً أن المضارب هو نشيط ويسعى لتحليل المعلومات الوارده الى السوق بدقه ويتخذ القرار الا ستماري مبا شرة بناءً على التحليل الذي و صل اليه دون اللجوء الي

---

(1) الحنيني ، **تحويل بور صة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإ سلامية دراسة تطبيقية** مرجع سابق 66.

(2) المصري , رفيق يونس , (2007) , **المضاربة على الاسعار بين المؤيدين والمعارضين** , مركز ابحاث الاقتصاد الاسلامي , جامعة الملك عبد العزيز , جدة , السعودية , ص 11.



أي من اساليب نشر الشائعات والاكاذيب, ومن فوائد المضاربه النافعه والمرغوبة في الأسواق المالية ما يلي :

1- توفير السيولة للسوق: إن أهم صفة للأسهم هي أنها تتصف بالسيوله, ولكن من يستطيع ان يُعطيها هذه الصفه ؟ الاجابة بكل تاكيد هو المضارب لانه لو لم يكن هناك عمليات شراء متجدده لو صل السوق الى حالات بيع فقط دون وجود مشترين، وخاصة في الأسواق التي لا يوجد بها صانع سوق.

2- المواءمة بين العرض والطلب (صانع سوق) احداث التوازن: معظم الأسواق المالية المتقدمه يكون هناك جهه مرخصه تسمى صانع السوق الذي يكون هدفه الاساسي إحداث التوازن بين جانبي العرض والطلب ويكون هدفه ان الفروقات بين اسعار البيع والشراء قليلة جداً، الا أن حجم عملياتة كبيره فهو يتوفر لديه مخزون كافي من جميع الأوراق المالية لمواجهة الطلب والعمل على خلق التوازن للسوق في ظل السوق المالي الكفؤ، وفي الأسواق التي يغيب عنها هذا اللاعب الاساسي في بورصة عمان ومعظم البورصات العربية فإن وجود مضاربين نافعين يقومون بهذه المهمه عن طريق المضارب غير الضار فانه اذا ما وجد فرصه مناسبه للربح وان كانت نسبة الربح قليلة فانه سيدخل بائعاً أو مشترياً بحيث يعمل على وجود أوامر بيع و وجود أوامر شراء تساهم الى حد ما الى ايجاد التوازن بين العرض والطلب.

3- تنشيط حركة السوق من خلال زيادة احجام التداول: إن وجود مضارب سوق لا يعتمد على أساليب الغش والخداع والتضليل وانه يعتمد على المعلومات ويكون مدة الاحتفاظ بالورقة المالية قصيره لا بد وان يعمل على زيادة احجام التداول وتنسيط حركة السوق وزيادة معدل دوران الأسهم.

4- تغطية الاكتتاب العام: في بداية الاكتتاب يمكن ان يكون المســـتثمر غير متشجع للاكتتاب عندئذ يدخل المضارب ويقوم بشراء الاكتتابات ومن ثم يبيعها في الســـوق وخاصـــة اذا زادت الثقة للمســـتثمر العادي بشـــأن هذا السهم.

نلخص مما ســـبق أن عدم وجود المضـــاربة النافعة على الأســـهم لاتســـمت البورصة بالركود والجمود وعدم توفر السيوله لكافة المتعاملين بالأوراق المالية.

النوع الثاني :المضاربة غير المشروعة:

وهي الإســـتفادة من فروقات الأســـعار من خلال التأثير عليها بواســـطة اطلاق الإشاعات وإبرام الصفقات الوهمية للغرر بباقي المستثمرين وإيهامهم وتضليلهم.

وتجب الإشـــارة إلى أن المضـــاربة من النوع الثاني (غير المشـــروعة) غير مرغوب بها ســـواء كانت بالســـلع أو بالأســـهم لأن معظمها عقود صـــورية وليســـت حقيقية، حيث أن الإرادة الحقيقية للمتعاقدين لم تتجه نحو بيع حقيقي مقصـــود وهي التملك والتمليك(1)، وهناك من أعتبرها نوع من أنواع القمار والرهان خاصة إذا كان البيع صورياً، ويمكن توضيح المقامرة بالأسواق المالية كالاتي:

المقامرة (Gambling) :

عندما ت صبح عملية بيع أو شراء الأ سهم مبنية على أ ساس الحظ والم صادفة وليست على أ ساس التحليل المالي الفني أو الأ سا سي المبني على المعلومات يصبح أســـلوب المتاجرة للمســـتثمر نفس أســـلوب القمار وتســـمى (مضـــاربة الهواة

---

(1) الساعاتي، عبد الرحيم(2007).المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة تحليل اقتصادي شرعي، **مجلة جامعة الملك عبد العزيز**، كلية الاقتصـــاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الســـعودية، العدد 1،ص 24.



والصغار)[1]، حيث تعرف المقامرة على أنها كل لعب على مال يأخذه الغالب من المغلوب[2].

ويمكن إيجاز أهم الفروقات بين المضاربة والمقامرة بالنقاط الآتيه[3] :

1- المضاربة يكون القصد الأساسي فيها الاستثمار في أعمال الشركات ونشاطاتها الإقتصادية وذلك بعد عمل دراسة جدوى إقتصادية للمشروع وتحليل البيانات والمعلومات المتوفرة، والذي يسبق عادة القرار الاستثماري، مع الاحتفاظ بحق بيع الأسهم إذا ارتفع سعرها واكتفى المستثمر بتحقيق عوائد رأسمالية, أما المقامرة فهي شراء الأسهم بقصد بيعها، دون وعي وإدراك لواقع الشركة، بحيث لا يبني قرارة الاستثماري على التحليل العلمي والواقعي للبيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركة.

2- المضاربة تكون غالباً مصحوبة بالطمأنينة، أما المقامرة تكون مصحوبة بالتوتر والقلق .

3- المضاربة يكون تقلب الأسعار فيها بسيط في الغالب، لانه تابع لتقلبات العرض والطلب التي تحدث بشكل طبيعي داخل السوق, أما المقامرة فيكون التقلب كبيراً ومفاجئاً لأنه لا يخضع لعوامل العرض والطلب بل يخضع لعوامل أخرى مفتعلة ومصطنعة.

4- المضاربة تكون فترة الاحتفاظ بالأسهم أطول من فترة الاحتفاظ للمقامر لأنه يبني قراره الاستثماري على الحظ والتخمين.

(1) المصري، رفيق يونس، **المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين**، مرجع سابق، ص 70-71.

(2) الطويل، شكري علي(1988). **القمار وأنواعه في ضوء الشريعة الإسلامية**،رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية،عمان، الأردن، ص 21.

(3) أبو البصل، علي عبد الأحمد(2009).المضاربة والمقامرة في بيع و شراء الأسهم دراسة فقهية مقارنة، **مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية** ، دمشق، سورية، المجلد 25، العدد 2، ص 813 .



5-المضاربة تكون المخاطرة فيها أقل مقارنة بالمقامرة.

أسباب لجوء المضارب الضار الى التلاعب بأسعار الأسهم والأوراق المالية :-

هناك علاقة عكسية بين كفاءة السوق المالي والمضاربة الوهمية بحيث كلما إزدادت كفاءة السوق كلما انخفضت المضاربات الوهمية أو الضاره ونقصد هنا الكفاءة الخارجية والتي تعني سرعة استجابة الاسعار للمعلومات الوارده الى السوق بحيث تُقلل من الا شاعات والتلاعبات على سعر سهم معين وانخفاض نسبة تحقيق أرباح غير عادية, إلا أنه ومن ناحيه عملية لا يوجد سوق مالي بالعالم كفؤ بنسبة 100٪ الامر الذي يدل على وجود مضاربين بجميع أسواق العالم ولكن بنسب متفاوته ترتبط إرتباطاً وثيقاً بالكفاءه , وعليه فإن هدف المضارب الضار هو التلاعب بأسعار الأسهم لتحقيق ما يلي:-

1. جني الارباح :- إن الاستثمار بالأسهم يُحقق نوعين من الارباح ، الأول التوزيعات النقدية أو العينية، والثاني الارباح الرأسمالية وهذا هو الذي يبحث عنه المضارب الضار_ من خلال أساليب غير قانونية_ أي الفرق بين سعر البيع والشراء باقل فتره زمنية ممكنة دون الانتظار الى حين توزيع الارباح من الشركة المدرجة في البورصه أو حتى انه ينظر الى تلك التوزيعات بانها لا تنا سب حجم ا ستثمارته وانها قليلة وعلية يلجأ للمـ ضاربه , متئملاً أن يحقق أرباح غير عادية لاعتقادة بانه صاحب السبق بالمعلومات والتحليل المالي واحياناً يعتمد على الحظ .

2. تفادي وتجنب الخسائر: يلجأ بعض المضاربين الى إحداث فوضى بالسوق المالي لتفادي خسائر ماديه محتمله أو مسجله وذلك اذا ما حققت محفظة المضارب خسائر غير محققه فانه يلجأ الى بعض الأساليب والممارسات لتقليل الخسائر .

3. تعظيم القيمة السوقية للشركة أو المنشأة : من المعروف إن هدف أي منشأة هو تعظيم القيمة السوقيه لها وذلك من خلال المحافظة على سعر سهمها السوقي في



البورصة وعليه يلجأ بعض المضاربيين وخاصة اصحاب مجلس الإدارة للشركة المدرجة برفع سعر السهم السوقي وخاصة في تواريخ محدده أهمها نصف السنة (6/30) ونهاية السنة (12/31) وذلك لصدور التقارير المدققه من المحاسبين الخارجين وبالتالي فان كل من له علاقة بالشركة سوف يتابع هذه التقارير فمثلاً البنوك المقرضه للشركة (الدائنين) والمساهمين والعملاء المستثمرين.

4. تحقيق بعض المتطلبات التشريعية والقانونية للهيئة والبورصة وخاصة فيما يتعلق بالوضـــع المالي لشـــركات الوســـاطة المالية :- تنص اللوائح التنظيمة في هيئة الأوراق المالية لمتطلبات معايير الملاءه المالية المزوده من شركات الو ساطة المالية للهيئة بان تقوم باخذ مخصـصـــات للذمم المدينة غير المغطاة باوراق مالية والتي يزيد عمر الذمه عن ثلاثة أشـــهر وعلية تتم المناقلات بين اصـــحاب العلاقة بهدف تقصير عمر الذمم المدينة وبالا ضافة الى محاولة رفع سعر السهم بهدف زيادة تغطية الذمم المدينة باساليب التفافيه وحيل ومخادعات لاغراض محدده.

ومثال ذلـك نفـرض أن مضـارب لديـه محفظـة بقيمـة سـوقية (10,000) دينـار وعليـة ذمـه مدينـة لشـركة الوسـاطة الماليـة بقيمـة (12,000) دينـار , هنـا يتوجـب علـى الشـركة بـأن تقـوم باخـذ مخصـص للـديون المشـكوك بتحصـيلها بقيمـة (2,000) دينـار , وعنـدما تقـوم شـركة الوسـاطة بمطالبـة المضـارب بتسـديد الفـرق فنـه في الغالـب لا يلتـزم بالتسـديد عنـدها يلجـأ الى محاولـة رفـع بعـض أسـعار الأسـهم في محفظتـه ليرتفـع معهـا القيمـة السـوقية للمحظـة ولنفـرض ارتفعـت القيمـة السـوقية للمحفظـة الى (13,000) دينـار عنـدها فـان القيمـة السـوقية تغطـي قيمـة الـدين ولا يتوجـب علـى الوسـيط المالي أخذ مخصص ديون مشكوك بتحصيلها.

ومن جانب اخر يحاول المضـــارب احداث تناقلات بالمحفظة من خلال البيع الصوري داخل المجموعة الواحده بهدف تقليل العمر الزمني للمحفظة.





5. الاحتكار بهدف الـسيطرة على الـشركة أو التحكم بالا سعار: في ظل غياب ما يـسمى صانع الـسوق يلجأ بعض المـضاربين الى الحـصول على كمية كبيره من أسهم معينة بهدف الاحتكار وذلك إما للسيطرة على الشركة ادارياً أو التحكم بالاسعار والعرض.

6. المنافسة بين كبار المضاربين على بعض الأسهم : هناك بعض المضاربين يسعون الى الحاق خسائر بمضاربين آخرين أو ما يسمى (معركة حيتان السوق) وذلك بهدف الحاق الخسـائر بالطرف الاخر بيحيث يبقى المضـارب هو الذي يسـيطر على السوق المالي وعلى الاخص على بعض أنواع الأسهم بحيث تصبح تسمية الأسهم ليس باسمها بل باسم المضارب.

أســاليب وطرق المضــاربة غير المشــروعة والممارســات غير الأخلاقية في البورصة:

أثبتـت التجـارب والممارسـات العمليـة أن المضـارب يختص بسـهم معـين أو سـهمين علـى الأكثـر فأصـبح معـروف لـدى المتعـامين بالبورصـة أن هـذا السهم هو مرتبط بمستثمر معـين وغالبـاً مـا تكـون اسـعار هـذه الأسـهم متدنيـة بحيث يسهل الحصول منها على كميات كبيرة.

وبهـدف تحقيـق الاهـداف والغايـات الـتي تم توضـيحها سـابقاً يتبـع المضــارب احــد الوســائل التاليــة او اكثــر مــن وســيلة معــاً لتحقيــق الهدف المنشود وهذه الممارسـات تنـدرج تحت بنـد الممارسـات غـير الاخلاقيـة في البورصة :



1-البيع المظهري أو الشكلي أو الصوري:

ويقصد به" خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على السهم" (1)، بمعنى أن بعض المضاربين لا يبنون قرارهم الاستثماري على معلومات وارده اليهم من السوق المالي بل على المجازفه والتخمين، وبعض المضاربين يتبعون أساليب وممارسات لا أخلاقية في السوق المالي لجني الارباح من خلال قيام المضارب بعقد صفقات مالية من خلال بيع وشراء كميات محددة من ورقة مالية معينة أو مجموعة أوراق مالية لنفسه بكميات كبيرة , من خلال تعدد الحسابات المالية التي باسمه عند شركات الوساطة المالية أو أحد أفراد أسرته كالزوج والزوجة والابناء القصر، أو بأسماء مجموعات من ذوي العلاقة المرتبطين به تسمى بالمجموعة المرتبطة (2)، حيث تكون خاضعة للسيطرة الفعلية لنفس الاشخاص الطبيعين أو لذات الاشخاص الاعتباريين و/ أو تجمعهم مصالح واحدة وهناك عدة مؤشرات لوجود الارتباط الوثيق بين تلك المجموعة المرتبطة ومنها:

- عملاء ذوي صلة شريطة إدارة الحسابات من قبل أحدهم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.
- كفالة أحد العملاء لحسابات باقي العملاء.
- مصدر ايداع واحد لجميع حسابات العملاء.
- وجود سيطرة مؤثرة لاحد العملاء على باقي الحسابات بشكل مباشر أو غير مباشر.

(1) فياض، عطية ، **سوق الأوراق المالية في ميزان الفقة الإسلامي**، مرجع سابق ، ص 313.

(2) هيئة الأوراق المالية ، تعليمات التمويل على الهامش لسنة 2018، عمان الأردن، www.gov.jo .


رقابة
الأسواق المالية



حيث يتم الاتفاق على أن تقوم هي نفسها ببيع وشراء الأوراق المالية فيما بينهم بسعر متفق عليه ففي حال كان هدفهم رفع سعر الورقة المالية فانهم سوف يقومون بتنفيذ الصفقات بسعر مرتفع والعكس صحيح اذا كان هدفهم تخفيض سعر الورقة المالية , ونتيجة لتلك التبادلات المقصودة تتأثر العروض والطلبات على أسعار الأسهم والأوراق المالية نتيجة تلك الممارسات المفتعلة , والهدف هو خلق تعامل مظهري وصوري يعمل على إيهام المستثمرين بأن أسعار الأوراق المالية قد تغيرت، وأن هذا السهم يحمل في طياته أخباراً سلبية في حال كان هدفهم تخفيض سعر السهم أو يحمل أخبار ايجابية في حال كان هدفهم رفع سعر الورقة المالية أو السهم(1).

2- إستغلال ثقة العملاء: يقوم الوسيط المالي بتقاضي العمولة على الصفقات التي يقوم بتنفيذها من خلاله سواء كانت هذه الصفقة بيع أو شراء ومهما كانت صافي نتائجها (ربح أم خسارة) وبالتالي فإن من مصلحة الوسيط المالي ان يقوم بابرام عدة صفقات وعقود مالية من خلاله ليزداد معها نسبة العمولات المستوفاه من الصفقات، ولتحقيق ذلك تقوم بعض شركات الوساطة المالية باستغلال ثقة عملائها من خلال :

أ- تشجيعهم على إبرام المزيد من الصفقات حيث يتم تزويدهم بمعلومات غير صحيحة تشجعة على اتخاذ قرار بيع أو قرار شراء (الهدف زيادة حجم التداول).

ب- كما يتم في بعض الاحيان قيام الوسيط المالي في البورصة الايعاز لعملائه بالشراء أو البيع لورقة مالية معينة، ويكون الطرف المقابل هي محفظة شركة

---

(1) هندي، منير(2006).الأوراق المالية وأسواق المال، د ط، دار منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر. ص 176.



الوسيط المالي أو من خلال البيع والشراء لأسهم بعض العملاء دون علمهم ودون موافقتهم بغرض تحقيق مكاسب للشركة( ).

ج- إبرام الصفقات المالية نيابة عنه ومن الناحية التطبيقة وجد أن العديد من العملاء يقومون بتفويض الوسيط المالي بإدارة استثمارته وهو اصلاً غير مُرخص بإدارة الإستثمارات حيث يقومون باستغلال تلك الثقة لمصلحتهم.

د- كما وجد أيضاً أن بعض العملاء يقومون بالتوقيع على تفاويض فارغة (على بياض) بسبب عدم مقدرتهم بالحضور لمقر الشركة وتوقيع التفاويض فيقوم بعض الوسطاء بإجراء البيوعات والشراء حسب مصلحتة.

ه- تزويد العملاء بمعلومات مضللة حيث وجد أيضاً من الناحية العملية أن عمليات البيع والشراء يكون طرفها الاول العميل لدى شركة (أ) وتكون محفظة الشركة (أ) هي الطرف الاخر.

3- إتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية بين المضارب المتلاعب و/ أو شركة الوساطة المالية و/ أو احد الموظفي و/ أو عضو مجلس إدارة الشركة التي لها اوراق مالية متداولة:

تحدث بواسطة شخص أو أكثر يسمى (تنظيم) وقد تشمل العضوية في مثل هذه الاتفاقيات على وسطاء ماليين وبعض الموظفين في بعض الشركات المساهمة العامة والتي تكون اسهمها واوراقها المالية متداولة في البورصة في البورصة، حيث تهدف إلى إحداث تغيرات مفتعلة على أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق ربح أو تجنب خسارة من خلال بث الشائعات عن سمعة شركة ما( ).

فمثلاً في حالة الشراء تتم من خلال بث الشائعات من داخل السوق (شركة

(1) بوهراوة، سعيد (2010).التلاعب في الأسواق المالية، مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة العشرون، الفترة 25-29 ديسمبر، مكة المكرمة، السعودية ، ص 13.

(2) فياض، **سوق الأوراق المالية في ميزان الفقة الإسلامي**، المرجع سابق ، ص 315.

الو ساطة) وبثها أيضاً من داخل الشركة التي تتداول أ سهمها بالبور صة وإ ستغلال ثقة العملاء مثل أن يتم التخلص من الورقة المالية فيدخل هذا التنظيم بالشـــراء والحصول على كميات كبيره بسرية وهدوء.

وبعدها ومن أجل التخلص من الأوراق المالية المشـــتراه بأقل الاثمان يتم بث الشائعات عن هذه الورقة مثل إمكانية دخول شريك ا ستراتيجي وأن هناك اندماج لها مع شركة كبرى ذات سمعة طيبة ومركز مالي قوي ومتين وهكذا الى أن يتم بيع جميع الأوراق المالية وتحقيق الارباح.

4- الشراء بغرض الابتزاز أو الاحتكار:

ويقصد به قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية معينة بغرض تحقيق نوع من الاحتكار ليقوم ببيعها بالســعر الذي يطلبه، حيث أن بعض المستثمرين يضطرون للشراء منه بالسعر الذي يحدده المحتكر لاغلاق مركزه المالي محققاً المحتكر من وراء ذلك أرباح رأسمالية(1)، وفي حالات أخرى مثل البيع على المكشوف يضطر بعض المستثمرين الشراء بالسعر الذي يحدده المحتكر وذلك لرد الأسهم المقترضة حسب الاتفاق.

5- إدخال أوامر (عرض بيع أو طلب شراء) وهمية غير قابلة للتنفيذ أو سحبها قبل بدء جلسة التداول :

يتم التقاء العرض والطلب في البورصة من خلال أقل سعر بيع مع أعلى سعر شراء، لذلك قبل افتتاح جلسة التداول يسمح للعملاء بادخال أوامرهم بمده زمنية معينة وذلك للوصول الى السعر الافتتاحي للسهم إلا أن بعض المتلاعبين بالأسعار يقومون بإحداث إرباك وفو ضى لدى بعض المستثمرين بإدخال أوامر إما أن تكون

---

(1) الســحيباني، محمد بن إبراهيم(2010).**التلاعب في الأســواق المالية صــوره وأثارة** ، مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة العشرون، الفترة 25-29 ديسمبر، مكة المكرمة، السعودية ، ص 7-8.

سعرها متدني جداً أو مرتفع، ولتوضيح ذلك سوف نضرب المثال التالي:

لنفرض أإن المتلاعب هدفه التأثير على ســـعر الورقة المالية هبوطاً عندها ســـيقوم بإدخال أوامر بيع بكميات كبيرة وبسعر متدني على شاشة التداول ويمكن أن يكون من خلال ا ستغلال أكثر من حساب يتم ا شراكة بهذه العملية ومن أكثر من و سيط مالي وجميعهم أطراف مرتبطة ببعضهم البعض، وقبل بدء الجلسة بثواني يقوم بالغاء هذه الأوامر وســـحبها وما أن يتم فتح الجلســـة وبدء التداول الحقيقي تكون أوامر بعض المستثمرين على الشاشة ولم يتسنى لهم سحبها وعندها تتم المقابلة والتنفيذ.

6- تجزئة أوامر البيع أو الشراء:

وتعني قيام المضارب بتجزئة الأوامر الذي اعطاه للوسيط المالي(بيع أو شراء).

ومثال ذلك عندما يريد المضارب شراء (100,000) سهم فانه يقوم بادخالها مجزأة على (10،000) ســـهم فيظهر أن هناك عشـــر عقود قد تمت بين بائعين ومشـــترين الا انه في الحقيقية يكون (10) بائعين و مشـــتري واحد وهو يهدف بان هذا الســـهم هو مطلوب وعليه حركة تداول ودوران نشـــطة الامر الذي يؤدي الى ايهام المستثمرين وبالتالي يقومون بالشراء وارتفاع السعر.

7-البيع على المكشوف :

الأصل بالاستثمار بالأسهم هو أن تقوم بالشراء أولاً ومن ثم البيع ثانياً، إلا ان البيع على المكشوف هو قيام المستثمر بالبيع لأ سهم معينة وإعادة شرائها لاحقاً في نفس جلسة التداول وتتم التسوية في نهاية اليوم .

ومثال ذلك قيام المتلاعب بالاســـعار ببيع أســـهم البنك العربي مثلاً بكمية (100) سهم وبقيمة (10) دنانير للسهم الواحد في بداية جلسة التداول , وبعد بيع كمية منا سبة من هذا السهم يقوم باحداث ا شاعات وارباك داخل الجلسة بان هناك معلومات ســيئة عن هذا الســهم وتبدأ عندها البيوعات الامر الذي يؤدي الى



انخفاض القيمة السوقية للسهم ولنفرض اصبح السعر السوقي (9) دنانير, عندها يقوم بالشراء (100) سهم وعند التسوية يكون قد حقق ربحاً مقداره (100) دينار.

طرق الكشف عن أساليب المضاربة المفتعلة :

يجب الاشارة الى أن إمكانية ضبط التلاعب بالأسعار وتحديد عمليات المضاربة المفتعلة بنسبة 100٪ هو أمر في غاية الصعوبة وذلك لما يلي:

1- عدد العقود المبرمة في البورصة بين البائعين والمشترين كبير جداً وبالتالي لا يمكن مراقبة كل عقد لوحده ومتابعة أطراف العقد بشكل مستمر.

2- الجرائم والممارسات غير الاخلاقية في شتى المجالات وخاصة في مجال التلاعب با سعار الورقة المالية غالباً ما تسبق علم اكتشافها والرقابة عليها بخطوة واحدة على الأقل.

3- تعدد الأطراف في عمليات التداول مثل شركات الوساطة المالية وذوي العلاقة بهم وموظفي تلك الشركات والشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصة وذوي العلاقة بهم والمستثمرين.

وعلى الرغم من مما سبق بخصوص صعوبة ضبط التلاعب بأسعار الأوراق المالية بنسبة 100٪ تقوم بها الجهات الرقابية ممثلة بهيئة الأوراق المالية وشركة بورصة عمان بإتخاذ كافة الإجراءات والخطوات الاحترازية اللازمة والممكنة للمساهمة بالحد من مثل هذه الممارسات غير الاخلاقية (التلاعب بأسعار الأوراق المالية) وكشفها وإتخاذ الإجراءات القانونية بحقهم مثل الغرامات والسجن وكذلك منع المتلاعبين من التداول، لذلك تتبنى مؤسسات سوق رأس المال (هيئة الأوراق المالية، شركة بورصة عمان، مركز ايداع الأوراق المالية) مجموعة من الإجراءات والأساليب المتنوعة تساعد وتساهم بالكشف عن عمليات المضاربة المفتعلة الهادفة

للتلاعب بالاسعار ومن ضمن هذه الإجراءات والأساليب :



أولاً: توفير أنظمة وبرامج الكترونية متطورة ومتخصـصـة لمراقبة وضـبط عمليات التداول تساعد في الاجابة عن الأسئلة الأتية:

السـؤال الأول : هل هناك معلومات أو أخبار أو إفصـاحات محدده أدت الى تغير سعر الورقة المالية سواء بالإرتفاع أو بالإنخفاض؟

السؤال الثاني: هل تلك المعلومات والاخبار والافصاحات التي ظهرت وأثرت على سعر الورقة المالية هي متاحة للجميع وبنفس الوقت؟

السـؤال الثالث: هل تلك الاخبار والافصـاحات والمعلومات التي ظهرت هي صحيحه؟ وان كانت تلك المعومات والاخبار صحيحه فهل كان تأثيرها منا سب ومنطقي وينسجم مع تغير سعر الورقة المالية؟

السـؤال الرابع: هل يوجد هناك متعاملين يتداولون بشـكل دائم على تلك الورقة المالية خلال فترة تغير سعرها السوقي؟ وتحديد اسماء جميع المتعاملين الذي ساهموا بتغير سعر الورقة المالية وتحديد حجم ملكياتهم لتلك الورقة؟

السـؤال الخامس: هل حقق المتعاملون على تلك الورقة المالية أرباح اسـتثنائية أو تجنبوا خسائر محتملة؟ وتحديد مقدار الربح أو مقدار تجنب الخسائر على نفس الورقة المالية؟

السؤال السادس: هل تم هذا التلاعب بالتعاون مع الوسيط المالي أو احد موظفيه او عضو مجلس إدارة للشركة المساهمة العامة؟

السؤال السابع: ما هي مصادر الأموال التي نُفذت التعاملات من خلالها؟ وهل تم تبادل حقيقي للورقة المالية محل التلاعب؟

السؤال الثامن: هل هناك عمليات شراء أو بيع بكميات كبيره (حركات غير طبيعية) قبل ظهور تلك الاخبار والافصاحات لجمهور المستثمرين؟ وتحديد أسمائهم؟

السؤال التاسع: كم المدة الزمنية التي احتفظ بها المتداولون بالورقة المالية؟

لذلك فان هذه الأنظمة تسـاهم في الاجابة عن الاسـئلة السـابقة التي يفترض على موظف مراقبة التداول أن يسألها باستمرار من خلال توفيرها ما يلي:



1- إمكانية مراقبة وتتبع جميع حركات وعمليات التداول بشكل لحظي.

2- توفير كافة البيانات والمعلومات الخاصـــة بأنظمة التداول وربط جميع مكونات عملية التداول منذ لحظة إرســال وتســجيل الأوامر على النظام الإلكتروني ولغاية تنفيذها وانتهاءً بإجراء عمليات التســوية والمقاص مع مركز إيداع الأوراق المالية(1).

3- متابعة التغيرات الحاصــلة في أسـعار الأســهم وحجم الصــفقات وعمل المقارنات بينهما والتاأكد ان التغيرات الحا صلة في أ سعار الأ سهم م سببة بمعلومات مفصح عنها بالسوق المالي لجميع المستثمرين سواء كانت ارتفاع اسعار الأسهم ام إنخفاضها، ويتم ذلك من خلال ارسال التنبيهات اللازمة من النظام لمراقب التداول لســهولة الكشــف عن أي تجاوزات وممارســات غير اخلاقية وغير مبررة ومن هذه التنبيهات التي يوفرها نظام الرقابة على التداول ما يلي(2):

أ- التنبيهات الحاصلة في تغير أسعار الأوراق المالية:

عندما يكون هناك تغير في أسـعار الأسـهم بشـكل واضـح وكبير يوفر نظام مراقبة التداول خاصــية التنبية لهذها التغير لحظة بلحظة خلال فترة جلســات التداول ويقوم بمقارنتها أول بأول بالاســعار السابقة.

---

(1) القصار، أحمد تيسير(2014).**تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية السورية**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق سوريا ، ص 81.

(2)-Hernandes. Ralph (2009).**Brokerage&Securities Operations**.**Union Of Arabe Securities Authorities**.Damascus.December the 20th.2009.



ب- التنبيهات المتعلقة بتقلبات سعر الورقة المالية:

جداول خاصة تبين الفروقات بين سعر الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة يحددها مراقب التداول بهدف عمل المقارنات لمعرفة مدى الإرتفاع او الإنخفاض وربطها بعوامل الوق بمعنى ان كان هناك مبرر للارتفاع او الإنخفاض خلال تلك الفتره الزمنية موضع الدراسة.

ج- التنبيهات المتعلقة بتغير سعر الاغلاق للسهم:

يوفر نظام مراقبة التداول خاصية اصدار التنبيهات اللازمة عندما يتجاوز سعر الورقة المالية سعر الاغلاق للسهم عن الجلسة السابقة بحيث يستطيع من خلالها مراقب التداول تحديد تلك الأسهم ومعرفة اسباب هذا التغير .

د- التنبيهات الخاصة بمعرفة طرفي الصفقة او العقود المنفذه:

حيث يصدر نظام مراقبة التداول التنبيهات اللازمة في حال كان طرفي العقد العميلين (البائع والمشتري) من نفس شركة الوساطة المالية أو كان طرفي العقد محفظة الشركة (الوسيط المالي) وأحد عملائها.

ه- التنبيهات المتعلقة بأحجام التداول ونسب التركز على سهم معين:

يوفر النظام التقارير الخاصة ببيان أسهم الشركات المدرجة والأكثر تداولاً لفتره محدده حسب مل يطلبه مراقب التداول.

وبخصوص التنبيهات التي توفرها أنظمة المراقبة على التداول تجب الاشارة الى ما يلي:

1- التنبيهات التي توفرها أنظمة الرقابة على التداول متعددة جدا.

2- ليس كل تنبيه يرسلة نظام المراقبة على التداول تعني بالضرورة ان هناك



تجاوزات وممارسات غير أخلاقية تهدف الى التلاعب بسعر الورقة المالية.

3- تعتبر التنبيهات الواردة من نظام المراقبة على التداول بداية لموظف مراقبة التداول نقطة إنطلاق لتحديد ان كان هناك تجاوزات ومخالفات وممارسـات قد تشكل مخالفة لقانون الأوراق المالية .

ثانياً: توفير برامج وانظمة مســاندة توفر معلومات وبيانات اموظف مراقبة التداول للحد من التلاعب بالاسعار والبيع الصوري أو الشكلي:

قامت الجهات الرقابية بتوفير أنظمة الكترونية اخرى مساندة تعمل على توفير بعض المعلومات والبانات الاضـــافية التي من شـــأنها مســـاعدة موظف مراقب التداول لتحديد المتلاعبين باسعار الأوراق المالية ومن هذه الأنظمة المساندة :

1- نظام دائرة الاحوال المدنية : حيث يقوم موظف مراقبة التداول بربط التداولات المشتبه بها من خلال خلال تحديد أسماء الاشخاص والعملاء ومن ثم الرجوع لنظام دائرة الاحوال المدنية بهدف معرفة التداولات التي تتم بين ذوي العلاقة وتحديد صلة العلاقة فيما بينهم سواء كان الزوج أو الزوجة أو الأولاد القصر أو غيرها من العلاقات التي تربطهم وبالتالي تضـــمينها ضـــمن مجموعة لمراقبة تحركاتهم في مجال الأوراق المالية.

وقد ساهم هذا النظام بالعديد من اكتشـاف المخالفات والتجاوزات من خلال قيام العديد من المتلاعبين بأســعار الأوراق المالية بفتح حســابات متعدده عند شركات الوساطة المالية وهي حسابات ذات علاقة وصلة بهدف استغلالها ببيع وشـراء الأسـهم والتأثير على أسـعارها بطرق غير مشـروعة، من خلال ايهام المســتثمرين بوجود طلبات شــراء أو عروضــات بيع متعدده على ســهم معين وتحقيق اهدافهم اما جني الارباح او تجنب الخسائر.

2- توفير نظام دائرة مراقبة الشـــركات: حيث يوفر هذا النظام الاســـتعلام عن أصحاب الشركات وهيئة مديريها والمفوضين بالتوقيع عنها، حيث يقوم بعض المتلاعبين بتأسـيس شـركة صـغيرة برأس مال صـغير ويقوم بتسـميتها لنفرض (شركة الهدف) وبعدها يقوم بفتح حساب با سم شركة الهدف ويقوم بالتداول باسمها، حيث يظهر لمراقب التداول ان الحســاب باســم شــركة الهدف، وعند توفير هذا النظام يســتطيع مراقب التداول معرفة المســتفيد الحقيقي من هذا الحساب ومتابعة حركات وعمليات التداول التي تمت على هذا الحساب.

ثالثاً: إضافة وتعديل بعض التشريعات التي قد ساهمت بالحد من التلاعبات باسعار الأوراق المالية:

1- تم تعديل نظام التداول بخصــوص ســعري الافتتاح والاغلاق بحيث يتم افتتاح الســعر تلقائياً خلال دقيقتين في اي لحظة ويتم عمل مقابلة للســعر والكمية ويلتقي العرض والطلب من خلال اعلى سعر شراء لسهم معين مع أقل سعر عرض لنفس السهم مع مراعاة توقيت ادخال الامر .

وقد ساهم هذا التعديل في الحد من ادخال أوامر صورية قبل بداية جلسة التداول أو ما تسـمى بمرحلة الأسـتعلام بهدف ارباك المسـتثمرين، حيث كان هناك بعض المتلاعبين يقومون بادخال أوامر قبل بداية جلســة التداول غير حقيقية وقبل بدء الجلسة يقوم بالغائها من شاشات التداول، وعليه فان هذا التعديل لا يمكن لأي شخص معرفة بداية الجلسة كونة يعمل بشكل تلقائي بحيث يمكن ان تفتح الجلســة قبل موعدها خلال دقيقتين وكذلك الامر بسعر الاغلاق، وفيما يلي مراحل وأوقات جلسة التداول للسوقين الاول والثاني وسـوق حقوق الاكتتاب وسـوق السـندات والذي يوضـح عدم معرفة وقت مقابلة الأوامر الافتتاحية و اسعار الاغلاق :

مرحلة الاستعلام	8:30 – 10:00
مرحلة ما قبل الافتتاح	10:00 – 10:30 ±
مرحلة الافتتاح	± 10:30
مرحلة التداول المستمر	± 10:30 – 12:30
مرحلة ما قبل الإغلاق	12:30 – 12:40 ±
مرحلة الإغلاق	± 12:40
مرحلة التداول على سعر الإغلاق	± 12:40 – 12:50
مرحلة الصفقات	12:50 – 13:00
مرحلة نهاية السوق	13:00

ويلاحظ من الجدول أعلاه أن سعر الإفتتاح عند الساعة 10:30 يسبقها إشارتين(+ و–) بمعنى انه سيفتح السعر الافتتاحي خلال دقيقتين بشكل آلي وغير معروف لانه مبرمج آلياً، وكذلك الحال ينطبق على سعر الاغلاق.

2- تقسيم المضاربين إلى مجموعات بحيث يتم تتبع تداولاتهم داخل هذا التحالف (الجموعة المرتبطة) بحيث تضم كل مجموعة عددا معيناً من المضاربين يتراوح عددهم الى (10) أشخاص (مضاربين) ومن خلال دراسة كشوفات الحساب الخاصة بهذا التنظيم يظهر أحياناً أن ما يبيعه المضارب (أ) تكون للمضارب (ب) من نفس المجموعة وهكذا ويتم فرض القانون عليهم بهذه الحالة اذا ما ثبت أن هناك تأثيراً على أسعار الأسهم.

3- إصدار وتوفير تقارير تبين مدة الاحتفاظ بالورقة المالية وبالتالي تكون مؤشر على معرفة المستثمرين المضاربين ومن ثم تحديد ومتابعة تحركاتهم على هذه الورقة المالية.

4- إصدار وتوفير تقارير تبين مقدار ما تم شراءه وبيعة من خلال الوسيط المالي



لورقه مالية واحدة وبالتالي تحديد نسب التركز في السهم، خا صة وانه من المعروف ان المتلاعب با سعار الوراق المالية غالباً ما يتم تلاعبه بسهم واحد او سهمين على الأكثر.

5- الغاء البيع على المكشــوف : ويقصـــد هنا البيع غير المنظم حيث تم إســتحداث نظام الكتروني يتمتع بمواصــفات عالمية متقدمة بحيث تم ربط الر صيد الـسهمي للعميل بحيث لا يـستطيع أن يبيع قبل تملك الأ سهم (لا يمكن بيع اسهم لا يكون اشتراها مسبقاً)، فقديماً كان المستثمر يبيع الأسهم بداية الجلسة دون ان يكون لدية أ سهم ومن ثم يحاول تخفيض سعر ذلك السهم من خلال ا شخاص مرتبطين به من خلال تنظيم واتفاق بينهم وبعد انخفاض الســعر يقوم بشــراء تلك الأســهم بالســعر المنخفض من خلال الجلسة وتكون النتيجة (بيع بسعر اعلى من السعر المشتراه اي ربح).
وقد ســاهم هذا التعديل وربط الرصــيد الســهمي بعمليات البيع بالحد من التلاعب بالأســعار بشــكل كبير فالمتلاعب لا يســتطيع الان إدخال أي أمر بيع دون أن يمتلك هذه الأسهم مسبقاً بمعنى أنه اشترى هذه الأسهم.

6- ا صدار تعليمات خا صة تمنع اعـضاء مجالس الإدارة والمعتمدين والموظفين في شـــركة الوســـا طة من التداول إلا من خلال شـــركة الوســـا طة المالية التابعة له:

والهدف منها عدم فتح حسابات لدى شركات وساطة مالية للتداول وهذا يعزز عملية عدم تعدد الحســـابات وإمكانية المضـــاربة الضـــارة والتلاعب بالاسعار.

الفصل الرابع

دور الجهات الرقابية في الازمات المالية
(حالة الأردن كورونا)



دور الجهات الرقابية في الازمات المالية
(حالة الأردن كورونا)

يتناول هذا الفصل من هذا الكتاب إلى عرض التجربة الأردنية ممثلة بهيئة الأوراق المالية في مجالين هامين الأول تعزيز ثقة المستثمرين في الأسواق المالية والثاني تعاملها مع الازمات المالية وتحديداً الأزمة الفيروسية الكورنية 2020، وكذلك التطرق الى الدروس والعبر المستفادة من الأزمة المالية الكورونية.

الأزمات المالية العالمية التاريخية:

لقد عرف الإقتصاد المالي العالمي خلال السنوات الماضية العديد من الازمات والانتكاسات المالية المتعاقبة لأسباب عديدة ومتنوعة، وانتشرت تلك الأزمات بين الأسواق المالية بسرعة فائقة نتيجة التطور التكنولوجي والترابط ما بين هذه الأسواق الامر الذي أدى الى انتقال العدوى فيما بينها بسرعه كبيره جداً، وفيما يلي أهم تلك الازمات المالية التي شهدها العالم:

الكساد العظيم سنة 1929م:

ظهرت هذه الأزمة الإقتصادية العالمية سنة 1929م، وشملت العديد من المجالات سواء كانت مجالات الإنتاج، التجارة ومجالات السياسة النقدية والمالية، حيث بدأت أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك بالازدهار منذ عام1924م وا ستمرت بالإرتفاع عن قيمتها الحقيقية على مدى خمس أو ست سنوات، إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في شهر أكتوبر1929م، وارتفاع مؤشر داوجونز



ارتفاعات عالية جداً، وأدى ذلك إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عمليات السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار، و إفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد[1] .

أزمة الأسواق المالية لسنة 1987م:

وقد سميت تلك الأزمة باسـم الاثنين الأسـود على 19 أكتوبر 1987 ، عندما انهارت أسـواق المال العالمية ببورصـة نيورك، حيث قام عدد كبير من المستثمرون ببيع أسـهمهم دفعة واحدة، الأمر الذي أدى في هبوط مؤ شر داوجونز بمقدار 508 نقطة في يوم واحد.

أزمة النمور الاسيوية 1997م:

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا إنهيارا كبيرا سنة 1997م ، حيث بدأت الأزمة من تايلاندا ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة .

الازمة المالية العالمية 2008م:

حيث كانت أحد أهم أسـبابها المباشـرة كثرة الرهونات العقارية، وعدم قدرة المدينين في الولايات المتحدة الأمريكية على سداد قروضهم.

الأزمة الفيروسية الكورونية 2020م

وهي جائحة هزت العالم أجمع اذ شملت جميع القطاعات الإقتصادية والتجارية والصـحية، وذلك بسـبب انتشـار مرض وفيروس مسـتجد اسمه فيروس كورونا(كوفيد 19) الذي لم تستطع جميع دول العالم ان توفر له لقاح او علاج لغاية اللحظة، وبذلك تختلف الأزمة الفيروسـية الكورونية عن جميع الأزمات السـابقة

---

1 – وليد أحمد صافي، سوق **الأوراق المالية و دورها في التنمية الإقتصادية – حالة تطبيقية سوق عمان المالي**، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1997،ص 132. وانظر عبد الرحمان تومي، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة، مجلة الدراسات الإقتصادية ، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية ، الجزائر العدد13 ،سبتمبر2009 ،ص 176.

وخصـوصـاً الأزمة المالية العالمية التي ارتبطت فقط في قطاعات مصـرفية ومالية أما الأزمة المالية الكورنية المسـتجدة فهي أزمة صـحية انعكسـت على جميع القطاعات وتسببت بمخاطر مالية مرتفعة جداً، وتشير الدراسات والتقارير الى انه من المتوقع ان تكون الخسـائر الناجمة عن تلك الأزمة اكبر من الخسـائر التي مر بها العالم نتيجة الأزمة المالية العالمية 2008م.

وفي ظل هذا التتابع من الازمات المالية الدولية منذ عام 1929م من أزمة الكسـاد العظيم إلى الازمة المالية العالمية 2008م، وانتهاءً بالأزمة الفيروسـية الكورونية 2020م، تكمن أهمية الرقابة والتفتيش على تلك الأسواق المالية واعادة النظر من قبل الاجهزة الرقابية في الأنظمة والسـياسـات المسـتخدمة على مسـتوى العالم خاصة .

وفي ضـوء ما سـبق أعلاه تجدر الإشـارة الى أن دور الجهات الرقابية على الأسـواق المالية لا يقتصـر فقط بسـن الأنظمة والقاونين ومتابعة تقيد والتزام جميع اطراف السوق بها، بل يتعدى ذلك الى:

1- إتخاذ الإجراءات الوقائية اللازمة لحماية السـوق من المخاطر التي قد يتعرض لها.
2- تعزيز ثقة المستثمرين في هذا القطاع.
3- تقديم كل طرق المساعدة والنصح والتوجيه لجميع أطراف السوق للتعامل مع السوق في ظل تلك الآزمات.
4- المساهمة في رسم وتنفيذ السياسات الإقتصادية للدولة بحيث تتماشى مع السياسة النقدية التي يرسمها ويشرف عليها البنك المركزي.

وبهذا الصدد سوف يتم عرض التجربة الأردنية ممثلة بهيئة الأوراق المالية في مجالين هامين:

المجال الأول : تعزيز ثقة المستثمرين في الأسواق المالية



المجال الثاني : تعاملها مع الأزمات المالية وتحديداً الأزمة الفيروســية الكورنية 2020 .

التجربة الأردنية

المجال الأول : تعزيز ثقة المستثمرين في الأسواق المالية

يعتبر توافر البيئة التشــريعية والقانونية المنظمة لعمل الأســواق المالية والمواكبة للتطورات العالمية المتسارعة في شتى المجالات من أهم المقومات والركائز الأ سا سية الناجحة لعمل الأســـواق المالية، الامر الذي ينعكس ايجاباً على كافة المتعاملين في قطاع الأوراق المالية ولا سيما المستثمرين والذين هم أحد اهم اللاعبين الأ سا سين في مجال عمل الأســـواق ا لمالية، و بالتالي تعمل على توليد وتعزيز الثقة لدى المستثمرين في الأسواق المالية وزيادة جذب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، وفي هذا الـ صدد خطت هيئة الأوراق المالية خطوات سـريعة ووا ضحة وقطعت شوطاً كبيراً من ســبيل تحقيق ذلك، حيث تبنت الهيئة مجموعة من الخطوات الواضـــحة والمتسلسلة تجاه تعزيز ثقة المستثمرين في بورصة عمان كان من أهمها ما يلي(1):

1- **إصــدار تعليمات الفصــل بين أموال الوســيط المالي وأموال عملائه الأمر الذي أدى للمســاهمة بالمحافظة على أموال العملاء وتوفرها بشــكل دائم، حيث أجبرت تلك التعليمات شركات الوساطة المالية بفتح حسابات بنكية خاصة لعملائها الدائنين الامر الذي يضمن سلامة أموالهم وتوفرها بشكل دائم.**

2- **إنشاء صندوق حماية المستثمرين في الأوراق المالية والذي يتمتع بشخصية اعتبارية ذات إستقلال مالي حيث يرتبط الصندوق بالهيئة ويخضع لإشرافها**

---

1 النـسور،عمر، **مجلة الوعي الا ستثماري**، هيئة الأوراق المالية، الـسنة الأولى، العدد الثاني، تموز، 2020، عمان ، الأردن، ص 21.



ورقابتها والذي يهدف الى تعويض عملاء الوسيط المالي عن خسائرهم الناجمة في حال قيام الوسيط المالي:

أ. التصرف في الأوراق المالية العائدة للعميل دون تفويض منه.

ب. قيام الوسيط المالي بالتصرف في المبالغ النقدية المستحقة في حساب العميل دون تفويض.

ج. قيام الوسيط المالي بالتصرف في الأوراق المالية والمبالغ النقدية العائدين للعميل دون تفويض.

وتجب الإشارة أيضاً الى أن هيئة الأوراق المالية تميزت عن العديد من الدول بهذا الجانب من خلال زاويتين أساسيتين :

الأولى : من حيث وجود وانشاء الصندوق حيث أن العديد من الدول لا يتوفر لديها مثل هذا الصندوق.

الثانية : من حيث قيمة مبالغ التعويض التي يعوضها الصندوق للمستثمرين في مجال الأوراق المالية حيث تتميز بارتفاع سقوف مبالغ التعويض عند مقارنتها ببعض الدول التي لديها مثل هذه الصناديق.

المجال الثاني : تعامل هيئة الأوراق المالية مع الازمات المالية (الازمة الفيروسية الكورونية 2020)

يمر العالم اليوم بظروف إستثنائية وغير إعتيادية وهي جائحة كورونا (كوفيد 19) والتي كان لتداعياتها مجموعة من الآثار السلبية على جميع دول العالم في مختلف الأنشطة الإقتصادية ولا سيما قطاع الأسواق المالية.



وعلى الرغم من ذلك وضع الأردن حياة المواطنين وصحتهم على سلم الأولويات في هذه الفترة، حيث إتخذت الدولة الأردنية مجموعة من الإجراءات الاحترازية للحد من إنتشار هذا المرض منها:

1- تعطيل الدوام للقطاعين العام والخاص بما فيها الوزارات والدوائر والمؤسسات الرسمية والبنوك العاملة في الأردن _ والتي من ضمنها مؤسسات سوق رأس المال_ بإ ستثناء الخدمات الصحية وذلك اعتباراً من 17/ 3/ 2020 والذي استمر لغاية 10/ 5/ 2020.

2- فرض الحظر الشامل للتجول في جميع أنحاء المملكة على جميع المواطنين والمقيمين في الأردن خلال تلك الفترة الحرجة والمفصلية .

ولأن أحد أهم أهداف الجهات الرقابية لأسواق المال هو حماية المستثمرين ومدخراتهم و وحماية الشركات من الآثار السلبية الكبيرة التي تشهدها الأسواق المالية العالمية، بسبب تداعيات فيروس كورونا المستجد عالمياً، وكون أن المؤشر العام للأسعار للأسهم الحرة إنخفض بشكل كبير بواقع (157.55) نقطة من تاريخ 1/ 3/ 2020 ولغاية ما قبل تعليق نشاط البورصة بتاريخ 16/ 3/ 2020، نتيجة البيع المكثف والهلع والخوف الذي أصاب العديد من المستثمرين من تداعيات فيروس كورونا، كان لزاماً على هيئة الأوراق المالية تعليق نشاط التداول اعتباراً من 17/ 3/ 2020 والذي استمر لغاية 10/ 5/ 2020، وذلك للأسباب الآتية :

1- الحد من الإنخفاض الحاد والمستمر لأسعار الأسهم وعمليات البيع المكثفة.

2- استحالة وصول موظفين سوق رأس المال وموظفي شركات الخدمات المالية الى مواقع عملهم نتيجة فرض حظر التجول الشامل.

3- استحالة وصول المستثمرين في الأوراق المالية الى شركات الوساطة المالية التي يتعاملون معها.



4- ا ستحالة إتمام عمليات التداول بشكل متكامل بسبب غياب جزء أ سا سي ومهم وهو قطاع البنوك _ وا لذي شملة قرار التعطيل والحظر_ لإ تمام عمليات التسوية عن طريق مركز إيداع الأوراق المالية.

5- عدم توفر متطلبات البنية التحتية للأنظمة الإلكترونية اللاز مة لتفعيل العمل عن بعد ومن ضــمنها (التداول عن بعد) لمعظم شــركات الوســاطة المالية العاملة في بورصة عمان.

وخلال فترة تعطيل الدوام والعمل لبعض المؤ سسات الحكومية ومن ضمنها الهيئة وتعليق نشاط البورصة، والذي استمر لمدة 38 يوماً وخلال فترة تعليق نشاط التداول ا ستغلت الهيئة هذه الفترة من خلال الاجتماعات المتكررة عن بعد بين كافة مســتويات الإدارة والموظفين وبالتعاون مع كافة شــركاء الهيئة والأطراف ذات العلاقة (شــركة بورصــة عمان، ومركز الإيداع، وشــركات الخدمات المالية، جمعية مســـتثمري الأوراق المالية، والبنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية الذي ينفذ ويمول خارطة طريق لتطوير ســـوق رأس المال، و بدعم من الفريق الوزاري الإقتصـــادي) على إعداد خطة عمل للتحفيز والوقاية تكون خارطة طريق عند العودة للعمل وإعادة نشـــاط البورصـــة للتداول، الأمر الذي يعكس التزام الهيئة بثقافة إدارة المخاطر في الأســـواق المالية، حيث قامت الهيئة للتأكد من اجراءات التسوية المالية والسهمية لجميع العملاء وانعكاســـها على الملاءة المالية لجميع الشـــركات والتأكد من جميع الحركات التي تمت خلال فترة الحظر (إن كانت موجودة) وخا صة الـ شركات التي قامت بتســـليم أمول للعملاء (ارصـــدة دائنة)، وكذلك الطلب من الشـــركات تزويد الهيئة بملاءة يومية لمتابعة الاوضـــاع المالية للشـــركات أولاً بأول، وذلك بهدف تحيق ما يلي:



1- منح شـركات الوسـاطة المالية المرونة الكافية للتعامل مع جميع عملائها ولجميع أنواع حساباتهم سواء عملاء الحساب النقدي أو عملاء الهامش أو عملاء الحافظ الأمين.

2- المحافظة على أسعار الأسهم والقيم السوقية للشركات المساهمة العامة والمدرجة في بورصة عمان.

3- الحد من عمليات بيع الأسهم والتحفيز على شرائها.

4- تأمين الحماية اللازمة لحماية أموال العملاء والمتعاملين في الأوراق المالية، لتعزيز ثقة المستثمرين في قطاع الأوراق المالية.

5- تأمين الحماية اللازمة لشركات الوساطة المالية وضمان حقوقها المالية باتخاذ أي إجراءات تراها مناسبة لحماية مراكزها المالية ومساعدتها لتجاوز الآثار السلبية لجائحة كورونا.

ولتحقيق الأهداف السـابقة، قامت الهيئة بإتخاذ مجموعة من الإجراءات والخطوات الاحترازية ولا تتعارض مع إجراءات الحكومة الأردنية في محاربتها لإنتشـار هذا الوباء، ويمكن تقسيم هذه الإجراءات إلى نوعين رئيسيين (1):

أولا : الإجراءات الإدارية:

حرصت الهيئة على ضرورة عودة عمل مؤسسات سوق رأس المال وشركات الخدمات المالية، لذلك سـعت الهيئة الى توفير بيئة عمل آمنة للحفاظ على سـلامة المسـتثمرين والعاملين في قطاع الأوراق المالية لتحقيق الجهود الوطنية المبذولة

1 الزعبي،عمر، **مجلة الوعي الاستثماري**، هيئة الأوراق المالية، السنة الأولى، العدد الثاني، تموز، 2020، عمان ، الأردن، ص 3.



لاســتدامة عدم انتشــار فيروس كورونا المســتجد واتخاذ كافة الإجراءات الوقائية والاحترازية، حيث عملت الهيئة على ما يلي:

1- إعتماد خطة تدريجية لعودة الموظفين للعمل مع استمرار عمل بعض الموظفين عن بعد، وإصدار التصاريح اللازمة للسماح لهم بالتنقل لغايات تنفيذ خطة العمل.

2- الحد من إستقبال المستثمرين في مكاتب الهيئة وتوجيههم نحو متابعة السوق من خلال الموقع الإلكتروني والتطبيقات الذكية وتوفير وتفعيل بعض الخدمات الإلكترونية على الموقع الإلكتروني للهيئة.

3- تلقي أوامر البيع والشراء من خلال الهاتف والوسائل الإلكترونية المعتمدة.

4- حصر عمليات قبض وصرف الأموال من خلال حوالات بنكية لحسابات شركات الوساطة والمستثمرين.

ثانيا : الإجراءات الفنية:

من خلال تعديل بعض المواد والنصوص القانونية أو تجميد البعض منها أو إضافة مواد جديدة تتماشى وتحاكي متطلبات المرحلة بوجود مثل هذه الأزمة المالية، ومن أهم تلك الإجراءات الفنية ما يلي:

1- مخاطبة الشــركات المســاهمة العامة المدرجة بضــرورة توفير المعلومات والبيا نات الجوهر ية المتعلقة بأدائها بعد آثار جائحة كورو نا إلى جمهور المستثمرين وقبل استئناف التداول في البورصة للحد من أي شائعات تتعلق بأدائها وتوفير المعلومات الضرورية لكافة المتعاملين في بورصة عمان.



2- تعـديل تعليمـات شـراء الشـركات لأسـهم الخزينـة بهـدف الحـد مـن تدهور أسـعار الأسـهم، بهـدف زيـادة عمليـات الشـراء علـى الأسـهم والحـد مـن تـدهور أسـعارها وعلـى نحـو ييسـط ويسـرع مـن قيـام الشـركات المدرجـة في البورصـة باسـتخدام أرباحهـا واحتياطاتهـا في شـراء الأسـهم الصـادرة عنهـا، والسـماح للشـركات بالبـدء في شـراء أسهمها حتى مع وجود أسناد قـرض قائمـة لـديها وعـدم إلزامهـا بـأي نسـبة مـن معـدل التـداول اليـومي للسـهم، والاكتفـاء بالإفصـاح عـن قرار الشـراء للهيئـة ولبورصـة عمـان بـدلاً مـن الإعـلان في الصـحف المحلية، مع المحافظـة علـى ضـرورة حصـول الشـركة علـى قـرار هيئتهـا العامة غير العادية التزاماً بأحكام قانون الشركات النافذ .

3- تعديل تعليمات التمويل على الهامش باعتبـاره احـد أهـم طـرق تمويـل الصـفقات والعقـود الماليـة الـتي تسـاهم في تنشـيط التعامـل وكـان مـن ابرزها:

أ. رفع سقف التمويـل علـى الهـامش لتصـبح 200٪ مـن صـافي حقوق الملكية بدلاً من 150٪ مـع الإبقـاء علـى نسـبة إجمـالي الـذمم المدينـة (هـامش ونقـدي) دون تغـيير وعنـد نسـبة 250٪.

ب. رفع إجمـالي تمويـل الوسـيط المـالي للورقـة الماليـة الواحـدة في حسـابات التمويـل علـى الهـامش لتصـبح 25٪ مـن صـافي حقوق الملكية بدلاً من 20٪.

ج. زيادة فترة تغطية النقص في هـامش الصـيانة مـن قبـل العميـل لتصبح ثلاثة أيام عمل بدلاً من يومي عمل.



د. السماح لشركات الوساطة المالية بالشراء لصالح عملائها في حساب التمويل على الهامش بالأوراق المالية المصدرة عنه أو من قبل الشركات التابعة أو الحليفة أو الأم أو الشقيقة له بعد أن كانت محظورة في تعليمات التمويل على الهامش على ألّا تزيد نسبة التمويل على 10٪ من صافي حقوق ملكية الوسيط المالي.

ه. تخفيض الحد الأدنى لنسبة هامش الصيانة ليصبح 10٪ بدلاً من 15٪ للسوقين الأول والثاني، بهدف الحد من عمليات البيع المستمرة.

و. تخفيض الحد الأدنى لنسبة الهامش الأولي ليصبح 25٪ بدلاً من 50٪ للسوقين الأول والثاني بهدف زيادة القدرة الشرائية للمستثمرين.

4- الرقابة اليومية على مدى التزام الوسيط المالي بتعليمات الفصل بين أموال الوسيط المالي وأموال عملائه بجميع الأوقات وتزويد الهيئة بتقرير فصل الحسابات المعتمد بشكل يومي، للمحافظة على أموال العملاء وتوفرها بشكل دائم.

5- تعديل نسبة الإرتفاع والإنخفاض اليومية المسموح بها لأسعار الأوراق المالية لتصبح 1٪ وتخفيض وقت مرحلة التداول المستمر لتصبح ساعة واحدة فقط بدلاً من ساعتين، ولاحقاً تم الاتفاق على تعديل نسبة الإرتفاع والإنخفاض اليومية المسموح بها لأسعار الأوراق المالية لتصبح 5٪ وزيادة وقت مرحلة التداول المستمر لتصبح ساعتين.

6- تفعيل التفتيش الإلكتروني بحيث تكون خطة بديلة لاستمرار الرقابة والتفتيش في حال تم فرض حظر التجول مرة أخرى.



الدروس والعبر المستفادة
من الأزمة المالية الكورونية2020

على الرغم أن الأزمات المالية تترك آثار ســلبية على جميع الدول وكافة القطاعات الإقتصادية إلا أنه يجب الأعتراف أيضاً أن هناك دورساً وعبر مستفادة من أي آزمة مالية، أما الدروس والعبر المســتفادة من الأزمة المالية الكورونية2020 وتحديداً لقطاع الأوراق المالية في الأردن يمكن تلخيصها بما يلي:

1- تفعيل المنظومة الرقمية والتحول الإلكتروني لإنجاز المعاملات والأعمال، وذلك من خلال ما يلي:

أ. توفير البنية التحتية اللازمة لتذليل كافة الصــعوبات التي تواجه العمل عن بعد لجميع الموظفين أو على الأقل الحد الأدنى منهم لضـــمان إســتمرارية العمل وتقديم كافة أنواع الخدمات للمستثمرين.

ب. توفير البنية التحتية اللازمة لتفعيل التداول عن بعد لكافة الوســطاء الماليين العاملين في بورصــة عمان تكون متاحة للعمل وتحت أي ظرف طارئ كخطوة استباقية لاحتمالية ومخاطر العودة الى فترة توقف ثانية تبعاً للوضع الوبائي ومراحل خطورته، وذلك تجنباً لتعطيل عمل القطاعين العام والخاص وبالتالي توقف نشاط بورصة عمان.

ج. العمل على تفعيل واســتحداث الخدمات الإلكترونية لتكون مكملة لمشروع التداول عن بعد ومتاحة لكافة المتعاملين بالأورق المالية.

د. التفتيش الإلكتروني (التفتيش المكتبي) خطة بديلة وناجحة لاستمرار الرقابة والتفتيش وقد اثبتت نجاحها خلال تلك الأزمة الفيروسية الكورونية.

2- العمل والنهج التشاركي بين كافة أطراف السوق المالي أثبت نجاحة بالخروج ببعض القرارات والإجراءات التي ساهمت بتوفير الحماية وتوفير المرونة الكافية لجميع أطراف السوق المالي وتوفير وتحقيق العدالة بين جميع المعاملين بالسوق المالي سواء شركات وساطة مالية أم الشركات المساهمة العامة أم المستثمرين.

3- الدور الجديد للجهات الرقابية يتمثل بتقديم الدعم والتوجيه النصح والمشورة لجميع أطراف المتعاملين بالسوق المالي أثبت نجاحه أيضاً، وعدم إقتصار دورها النمطي فقط بتقيد أطراف السوق بالقوانين والأنظمة والتعليمات التي تسنها.



قائمة المصادر والمراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

- القرآن الكريم.
- السنة النبوية الشريفة.
- ابراهيم، نيفين فرج (2013). دور الهند سة المالية الإ سلامية في توفير التمويل اللازم للا ستثمار في مصر، بحث مقدم إلى **مؤتمر جامعة الازهر بعنوان الإقتصاد الإ سلامي (الفلسفة-النظام-التطبيقات المعاصرة)**، كلية التجارة ومركز الدراسات المعرفية، للفترة 26- 28 ابريل، جامعة الازهر القاهرة، مصر .
- الأسرج، حسين عبد المطلب (2002). **دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، قسم الإقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر.
- آل سليمان، مبارك بن سليمان بن محمد، (2005). **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، ط 1، دار كنوز إشبيليا، الرياض، السعودية.
- آل شبيب، دريد كامل (2012). **الأسواق المالية والنقدية**، ط 1، دار المسيرة للنشروالتوزيع، عمان، الأردن.
- الأنصاري، أسامة عبد الخالق، **الإدارة المالية**، د ت، ط1، مكتبة الكتب العربية ، القاهرة، مصر.
- بدوي ،احمد زكي، (1982). **معجم مصطلحات العلوم الاجتماعية** ، ط1، دار مكتبة لبنان، بيروت، لبنان.
- بدوي، عبد السلام (2009)، **الرقابة على المؤسسات العامة**، د ط، مكتبة الانجلو المصرية، القاهرة، مصر.



- بدوي، سيد طه (2007). عمليات بورصة الأوراق المالية دراسة مقارنة بين التشريع المصـري والفرنسـي ، **المؤتمر العلمي الـ سنوي الخامس عشـر حول: أسـواق الأوراق المالية والبورصـــات،** للفترة 6-8-اذار، كلية الشـــريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحده دبي، الامارات.
- البرواري، شـعبان (2002).**بور صة الأوراق المالية من منظور إ سلامي** ، ط 1، دار الفكر المعاصر، بيروت، لبنان.
- أبو البصل، علي عبد الأحمد(2009).المضاربة والمقامرة في بيع وشراء الأسهم "دراسة فقهية مقارنة"، **مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية** ، دمشق، سورية، المجلد 25، العدد 2.
- أبو بكر، صفية أحمد(2009).الـصكوك الإ سلامية، **مؤتمر المـصارف الإ سلامية بين الواقع والمأمول،** للفترة 31 مايو – 3 يونيو، دائرة الشـــؤون الإســـلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات.
- البقوم،علي هلال (2013). الصكوك الإ سلامية وآثارها الا ستثمارية (حالة تطبيقية على البحرين والسعودية والامارات والسودان وماليزيا)، **مجلة الحجاز العالمية المحكمة للدراسات الإسلامية والعربية،** جدة، السعودية ، العدد الرابع.
- بكير، أيمن كمال (2014). أثر تجزئة الأســهم على القيمة الســوقية وحجم التداول للأ سهم في بور صة الأوراق المصرية، **مجلة جامعة الأزهر** ، سلسلة العلوم الإنسانية، غزة، فلسطين، المجلد 16، العدد 1.
- بلقاســم، مصــباح (2006). **أهمية الاســتثمار الأجنبي ودورة في التنمية المســتدامة،** رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، الجزائر.
- بلول، مختار محمد (1992). **الأســهم والســندات،** ط 2، دار نشــر المكتب المصــري الحديث، القاهرة، مصر.



- بوكسـاني، رشـيد(2006). **معوقات أسـواق الأوراق المالية العربية وسـبل تفعيلها،** أطروحة دكتوراة غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر.
- بوهراوة، سعيد (2010). **التلاعب في الأ سواق المالية،** مجمع الفقه الإ سلامي التابع لرابطة العالم الإسـلامي، الدورة العشـرون، الفترة 25-29 ديسـمبر، مكة المكرمة، السعودية.
- التميمي، ارشد، وسلام، اسامة (2004).**الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة ،** ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ،عمان، الأردن .
- التهامي، عبد المنعم(1990). التمويل مقدمة في المشـآت والأسـواق المالية، د ط، مكتبة عين شمس، القاهرة ، مصر.
- توفيق، عبيد (1999). **الاسـتثمار في الأوراق المالية** ، د ط ، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر.
- جابر، محمد صـالح (2005).**الاسـتثمار بالأسـهم والسـندات وإدارة المحافظ الاستثمارية،** ط 3، دار وائل للنشر،عمان، الأردن.
- الجبوري، علي عبودي(2015).توظيف عقود الخيارات المالية المتقدمة لبناء محفظة التحوط "دراسـة تطبيقية في القطاع المصـرفي العراقي"، **مجلة مركز بابل للدراسـات الانسانية،** جامعة بابل، العراق، المجلد الخامس، العدد 2.
- جراية، محمد الحبيب(1990).الأدوات المالية التقليدية، **مجلة مجمع الفقهي الإسلامي،**منظمة المؤتمر الإسلامي،جدة، السعودية،ج 2، العدد 6.
- جلال الدين،أدهم ابراهيم(2014).**الصكوك والأ سواق المالية الإ سلامية،** ط1، دار الجوهر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- الجمال، غريب (2006). **المصـارف والأعمال المصـرفية في الشـريعة الإسـلامية والقانون،** د ط، دار الاتحاد العربي للطباعة، القاهرة، مصر.
- الجمل،جمال جويدان(2002).**الأسـواق المالية والنقدية،** ط1، دار صـفاء للنشـر والتوزيع، عمان، الأردن.



- الجميعي، مقبل، **الأسواق والبورصات**، د ط، ، د ت، مدينة النشر والطباعة، الاسكندرية، مصر.
- جودة، صلاح السيد(2000).**بورصة الأوراق المالية عملياً وعلمياً**، ط 1، مكتبة الإشعاع الفنية، الاسكندرية.
- الجورية، اسامة عبد الحليم(2009).**صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد**،رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات الإسلامية، بيروت ، لبنان.
- بن حاسين، بن اعمر(2013). **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قيا سية)،** اطروحة دكتوراة غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان، الجزائر.
- حامد، أحمد إسحاق الأمين(2005).**الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، قسم الإقتصاد والمصارف الإسلامية، إربد، الأردن.
- حجاج، محمد الهاشمي(2012). **أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية**، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية ، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر.
- الحداد، أحمد بن عبد العزيز(2007).الأسهم والسندات تصور وأحكام، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات**، للفترة 6-8 أذار، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة ، دبي، الامارات.
- حردان، طاهر حيدر(1997).**مبادئ الاستثمار**، ط 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن.
- الحسن، ثابت(2009). **شركات إستثمار الأموال"البورصات العالمية" وتحليل الأسباب والآثار المترتبة على إنهيارها في الأردن**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، الأردن.



- حسن،عبدالله كاظم (2005).إستخدام نموذج (Benzion&Yagil) في تقييم الأسهم دراسة تطبيقية في سوق بغداد للاوراق المالية، **مجلة القادسية للعلوم الادارية والإقتصادية**، ، جامعة القادسية، بغداد، العراق، المجلد 7، الإصدار 1.
- حسون، ياسر، وزهرة ، شادي (2005).الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الإقتصاد الوطني، **مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية**، جامعة تشرين، سورية، المجلد 27، العدد 1.
- حسين، سحر عباس(2008). أثر تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية "حالة دراسية الأردن"، **مجلة جامعة كربلاء العلمية**، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، المجلد السادس، العدد 3.
- حسين، عصام (2008).**أسواق الأوراق المالية"البورصة"**، ط 1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- حطاب،كمال (2005).نحو سوق مالية إسلامية، **المؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي**, للفترة 31/ 5-3/ 6 ، جامعة أم القرى، مكة المكرمة،السعودية.
- حطاب ، سامي (2007).**المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم و صناديق الاستثمار**، بحث مقدم لهيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الامارات.
- الحلاق، سعيد(2009). الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي، بحث مقدم إلى **مؤتمر تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية**، للفترة 4-5 أبريل، شرم الشيخ ، مصر.
- حماد، طارق عبد العال (1998). **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، د ط، دار كيلوبترا للنشر، القاهرة، مصر.
- حماد، طارق عبد العال (2001). **المشتقات المالية المفاهيم -إدارة المخاطر**، د ط، الدار الجامعية للطباعة و النشر والتوزيع ، القاهرة، مصر
- الحناوي، محمد صالح (2005).**تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، ط 1، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، مصر.



- الحناوي، والعبد، جلال، (2002). **بورصـــة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، د ط، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر.
- الحنبلي، ابن رجب (1999).**القواعد**، ط 2، مكتبة نزار مصطفى الباز، مكه المكرمه، المملكة العربية السعودية .
- حنفي، عبد الغفار(2004).**الأسواق المالية والمؤسسات المالية**، د ط ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر
- الحنفي، الكمال بن الهمام ، **فتح القدير شرح كتاب الهداية في شرح البداية**، ط 1، د ت، نشر وزارة الشؤون الاسلامية والاوقاف والدعوة والارشاد، الرياض ، المملكة العربية السعودية.
- الحنيطي، هناء محمد(2015). دور الصكوك الإسلامية في التنمية الإقتصادية"دراسة حالة"، **مجلة دراسات، العلوم الادارية**، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، المجلد 42، العدد 2.
- الحنيطي، هناء محمد(2011) ,البنية التحتية للاســواق المالية الإســلامية, **مجلة الدراسات المالية والتجارية**, جامعة بني سويف، القاهرة، مصر، العدد الأول.
- الحنيطي،هناء محمد(2010). دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، **المؤتمر العلمي الدولي حول:الأزمة المالية والإقتصــادية العالمية المعاصــرة من منظور اقتصــادي إســلامي**، للفترة 1-2/ كانون أول ، جامعة العلوم الإســلامية ،عمان ، الأردن.
- الحنيني ، محمد (2010). **تحويل بورصــة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشــريعة الإسلامية دراسة تطبيقية** ، ط 1، دار النفائس، عمان ، الأردن.
- الحوراني، ياسـر (2015).أدوات الاسـتثمار المالي حقيقتها وحكمها الشـرعي، **مجلة دراســات، علوم الشــريعة والقانون**، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، المجلد 42، العدد 2.



- حيدر، علي ،(1991). **در الحكام شرح مجلة الأحكام** ، ط 1، دار الجيل ، بيروت ، لبنان .
- الخضيري، محسن أحمد، **كيف تتعلم البور صة في 24 ساعة**، ط2، دار ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة ، مصر .
- الخضيري، ياسر بن إبراهيم(2008).**المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية"دراسة فقهية"**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الشريعة ، قسم الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية.
- خضر، حسان(2004). **تحليل الأسواق المالية**، المعهد العربي للتخطيط ، سلسلة دورية تعنى بقضايا الاقطار العربية، الكويت،العدد 27.
- خليل،عبد الرزاق، وعادل، عاشور(2006). **دور المصارف الإسلامية في دعم و تطوير أ سواق رأس المال العربية**،المؤتمر الدولي حول **سيا سات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات**، للفترة 21-22-2006، بسكرة، الجزائر
- خميسي، بن رجم(2009). المنتجات المالية المشتقه: أدوات مالية مستحدثه لتغطية المخاطر أم لصناعتها، **الملتقى العلمي حول: الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية**، للفترة 20-21 اكتوبر، جامعة فرحات عباس، الجزائر.
- الخوري، رتاب، وبالقاسم، مسعود (2006). أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أ سعار الأ سهم وحجم التداول درا سة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية، **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**، الجامعة الأردنية ،الأردن، المجلد 2، العدد 2.
- الخياط، عبد العزيز(1994).**الشركات في الشريعة الإ سلامية والقانون الو ضعي**، ط 4، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، لبنان.
- خير الدين، معطي الله، ورفيق، شرياق (2012).الصكوك الإ سلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية، **مؤتمر الملتقى الدولي بعنوان مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي**، للفترة 3-4 ديسمبر،جامعة قالمة يومي، الجزائر.



- خيرة، الداوي، (2012)، **تقييم كفاءة وأداء الأ سواق الماليةدرا سة حالة سوق عمان المالي**، ر سالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية، قسم مالية الأ سواق، جامعة قاصدي مرباح- ورقله، الجزائر.
- الداغر، محمود (2005). **الأ سواق المالية،مؤ سسات-أوراق- بور صات**، ط 1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الد سوقي، إيهاب (2000).**إقتصاديات كفاءة البور صة**، ط 1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية ، مصر .
- الدسوقي، السيد ابراهيم (1989). **المؤشرات العالمية للأسهم مع إنشاء مؤشر خاص بالأسهم السعودية**، مطابع جامعة الملك سعود، مركز البحوث، كلية العلوم الإدارية،جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، ص 52.
- الدماغ، زياد جلال (2012).**الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الدم شقي، محمد بن بدر الدين بن بلبان (1995). **أخ صر المخت صرات**، تحقيق محمد ناصر العجمي، ط 1، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان.
- دنيا، شوقي أحمد (2006).**المتاجرة بالهامش**، مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة الثامنة عشر، الفترة 8-12 أبريل، مكة المكرمة، السعودية .
- دوابة، أشرف محمد(2004).نحو سوق مالية عربية،**المؤتمر العلمي العربي :التجارة العربية البينية والتكامل الإقتصادي العربي**، للفترة 20-22سبتمر،الجامعة الأردنية ،عمان، الأردن.
- دوابة، أشرف محمد (2006).الضوابط الشرعية للأسواق المالية، **مؤتمر (السوق المالية الإسلامية الواقع والمأمول)** خلال شهر يونيو، مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي، جامعة الازهر، مصر
- دوابة ، أ شرف محمد(2006).**نحو سوق مالية إ سلامية** ، ط1، دار ال سلام،القاهرة، مصر.



- دوابة، أشرف محمد (2006).**دور الأ سواق المالية في تدعيم الا ستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية**، د ط، دار السلام ، القاهرة، مصر.
- دوابة، أشــرف محمد(2007). المشــتقات المالية في الرؤية الإســلامية، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات ،** للفترة 6-8 اذار ،كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحده ، دبي، الامارات.
- د ية، عبد المجيد عبد الله (2005).**القواعد والضـــوابط الفقهية لأحكام المبيع في الشريعة الإسلامية**، ط 1، دار النفائس، عمان، الأردن.
- الرازي، محمد بن أبي بكر عبد القادر ،**مختار الصـــحاح**، د ت، د ط، دار الكتاب العربي، بيروت ، لبنان.
- رضـوان، سمير عبد الحميد(2005).**المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر.
- رضـــوان، سمير عبد الحميد (2009). **أســواق الأوراق المالية**، ط1 ، دار النشـــر للجامعات, القاهرة، مصر.
- رمضـــان، زياد (2002). **مبادئ الاســـتثمار المالي والحقيقي**، ط2، دار وائل للنشـــر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الزحيلي، وهبة (2006). **المعاملات المالية المعاصـــرة**، ط 3 ، دار الفكر للنشـــر، دمشق، سورية.
- الزرري، عبد النافع، فرح غازي توفيق(2001).**الأســـواق المالية**، ط 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
- زعتري، علاء الدين(2010).الصكوك الإ سلامية تعريفها وأنواعها ، بحث مقدم إلى **الندوة العلمية :الصكوك الإسلامية – تحديات- تنمية-ممارسات دولية**، للفترة 18-19جوليه، عمان، الأردن.
- الزعبي،عمر، **مجلة الوعي الاســـتثماري**، هيئة الأوراق المالية، الســـنة الأولى، العدد الثاني، تموز، 2020، عمان ، الأردن.



- زيتوني، عبد القادر(2012).**التصكيك الإ سلامي ركب المصرفية الإ سلامية في ظل الأزمة العالمية**، تحرير احمد العوران، ط 1، المعهد العالمي للفكر الإ سلامي ، فرجينيا ، امريكا.
- ابو زيد، عبد العظيم (2014). التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، **مجلة جامعة الملك عبد العزيز**: الإقتصاد الإسلامي، جدة، السعودية، المجلد 27، العدد 3.
- الزيدي، اياد فلاح (2009). **دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الإقتصادي للسوق المالي العراقي**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والإقتصاد، تخصص العلوم الإقتصادية، جامعة الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، الدنمارك .
- الساعاتي، عبد الرحيم (2007). المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة تحليل اقتصادي شرعي، **مجلة جامعة الملك عبد العزيز**، كلية الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، العدد 1.
- الساعاتي، عبد الرحيم (2010).الوظاف الإقتصادية للصكوك "نظرة مقاصدية"، **ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم**، للفترة 24-26 أيار، بالتعاون مع مجمع الفقهي الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية.
- سامي، فوزي محمد (1999).**الشركات التجارية والأحكام العامة والخا صة**، د ط، دار الثقافة للنشر والتوزيع،عمان، الأردن.
- سانو، قطب مصطفى (2007).في إصدار الصكوك والشروط الواجب توافرها في مصدريها رؤية في منهجية صياغة الشروط ، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات**، للفترة 6-8 اذار، جامعة الامارات العربية المتحده، دبي، الامارات.



- السحيباني، محمد بن إبراهيم (2010).**التلاعب في الأسـواق المالية صـوره وأثاره** ، مجمع الفقه الإ سلامي التابع لرابطة العالم الإ سلامي، الدورة العـشرون، الفترة 25-29 ديسمبر، مكة المكرمة، السعودية .
- السحيباني، محمد بن إبراهيم(2008). **هيكلة الصكوك الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة في وحدة البحوث ، كلية الشريعة، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- الســـحيباني، محمد، والعمراني، عبدالله (2009). أحكام منافع قروض شــــركات الوســـا طة ا لمالية، **مجلة جامعة الملك عبد العزيز**، الر ياض، المملكة العربية السعودية،المجلد 22، العدد1.
- سـعدان، آسـيا،عماري، صـليحة (2012)**الأزمة الإقتصـادية العالمية المعاصـرة من منظور إسلامي**، ط 1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، هرندن، فرجينيا، أمريكا
- السـعد، أحمد،(2012).**الأسـواق المالية المعاصـرة** ، دراسـة فقهية، ط1، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع ،اربد، الأردن .
- ســـعد الدين، إيمان (2013). تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها علــــى قيمـــــة المنشأة، **مجلة المحاسبة والمراجعة**، تصدر بالتعاون مع إتحاد الجامعات العربية، القاهرة ، مصــر، جامعة بني سـويف، المجلد 2 ، العدد 1.
- سـفر، أحمد (2006). **المصــارف والأسـواق المالية التقليدية والإسـلامية في البلدان العربية**، ط 1، المؤسسة الحديثة للكتاب،بيروت، لبنان .
- السلمي، عبدالله (2010). **التغرير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصيفة وحكمة**، مجمع الفقه الإســـلامي التابع لرابطة العالم الإســـلامي، الدورة العشـــرون، الفترة 25-29 ديسمبر، مكة المكرمة، السعودية.
- سميران، محمد علي(2008).أثر الوقت في خيار الـ شرط، **المجلة الأردنية للدراسات الإسلامية**، الجامعة الارنية، عمان، الأردن، المجلد 4، العدد 3.



- سميرة، لطرش(2010).**كفاءة ســـوق رأس ا لمال وأثر ها على القيمة الســــوقية للسهم(دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية)**، اطروحة دكتوراة، غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية ،جامعة منتوري- قسنطينة ، الجزائر.
- سودة، زاهرة يونس (2006).**تنظيم عقود الاختيار في الأسـواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين.
- سـلطان، مونية، (2015)، كفاءة الأســـواق ا لمالية، أطروحة دكتوراة، العلوم الإقتصادية، بسكرة، الجزائر.
- السيد، حسام الدين محمد.**(البورصة والأسهم)**، د ت, ط 1، شـركة مكتبة ألفا للتجارة والتوزيع، القاهرة، مصر.
- الشـاويش، أسماء مصطفى (2007).**الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، تخصص الفقه وأصوله، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- الشـــاويش، وليد (2010). البيوع المنهي عنها شـــرعاً وأثرها في الوقاية من الأزمة المالية العالمية المعاصرة" البيع على المكشوف نموذجاً، **المؤتمر العلمي الدول حول الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي**، للفترة 1-2 كانون أول، جامعة العلوم الإسلامية، عمان، الأردن.
- الشاويش، وليد (2011).**السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والإقتصاد الوضعي**، ط 1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ،هرندن، فرجينيا، الولايات المتحده الامريكية.
- الشايجي، وليد خالد، الحجي، عبدالله يوسف (2005). صكوك الإستثمار الشرعية، **المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية – معالم الواقع وآفاق المستقبل-** للفترة 15-17 مارس، كلية الشـريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة،دبي، الامارات.



- شبير، محمد عثمان (2007).**المعاملات المالية المعاصرة،** ط 6، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن.
- الشبيلي، يوسف (2010).إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية، **ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم،** للفترة 24-26 أيار، بالتعاون مع مجمع الفقهي الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإ سلامي للتنمية والمجلس العام للبنوك والمؤ سسات المالية الإ سلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية.
- شريط، صلاح الدين(2012). **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة "تجربة مصر وتطبيقها على الجزائر"،**أطروحة دكتوراة، غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية ،قسم العلوم الإقتصادية،جامعة الجزائر.
- الشريف، حمزة حسين(2006). **الأحكام الشرعية لتجارة الهامش،** مجمع الفقة الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة 18، للفترة 8-12 ابريل، مكة المكرمة ، السعودية.
- الشريف، محمد عبد الغفار(1990).أحكام السوق المالية، **مجلة مجمع الفقهي الإسلامي،**التابعة لمنظمة المؤتمر الإسلامي،جدة، السعودية، العدد 6 ج 2.
- الشكرجي، بشار، وتاج الدين، ميادة (2008). **علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الإقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"،** كلية الإدارة والإقتصاد ، جامعة الموصل ، بغداد ، العراق، مجلة تنمية الرافدين ، العدد 89.
- شلبي،محمد مصطفى(1981). **المدخل في التعريف بالفقه الإ سلامي وقواعد الملكية والعقود فيه،** د ط، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان.
- الشمري، ناظم، واخرون (1999).**أ سا سيات الا ستثمار العيني والمالي،** ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.



- الشـواورة، فيصـل محمود (2008). **الاسـتثمار في بور صة الأوراق المالية (الأ سس النظرية والعلمية)**، ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن .
- شندي، اديب قاسم (2013).الأسواق المالية وأثرها في التنمية الإقتصادية، **مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية**، جامعة بغداد، العراق، العدد الخاص، اصدار خاص.
- الشـيباني، علي (1993). الأسـواق المالية، **مجلة مجمع الفقهي الإسـلامي** والتابعة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، السعودية، العدد السابع،الجزء الأول
- صـالح، فتح الرحمن (2008). **دور الصـكوك الإسـلامية في تمويل المشـروعات التنموية**، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصـيرفة الإسـلامية المنعقد بتاريخ يوليو، بيروت، لبنان.
- صالح ، مفتاح، وفريدة، معارفي(2010). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"دراسة لواقع أسواق الدول العربية وسبل رفع كفائتها"، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح ورقلة – الجزائر، العدد 7.
- الصباح، نواف (2013). **أثر أدوات النقد التي يستخدمها البنك المركزي الكويتي في إر ساء الـسيا سة النقدية لتشجيع البنوك على دعم الا ستثمار**، ر سالة ماجستير غير منشـورة، كلية العلوم المالية والإدارية، تخصـص، محاسـبة، جامعة الشـرق الأوسـط، عمان، الأردن.
- صلاح الدين الـسيسي(1998)، **بور صات الأوراق المالية العربية والدولية** ، ط 1، عالم الكتب، القاهرة، مصر.
- صليحة ،عماري، وآ سيا، سعدان(2013). الـصكوك الإ سلامية تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، **مؤتمر الملتقى الدولي الثاني للصـناعة المالية الإسـلامية، بعنوان آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية**، للفتره 8-9 ديسمبر، الجزائر.
- صندوق النقد العربي (2016)، صندوق النقد العربي بشأن سيا سة مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.



- صـــوالحي، يونس، وآخرون(2014). المضـــاربة الإســـلامية والمضـــاربة الربوية في البورصة وأثرهما الإقتصادي، **مجلة العدل**، وزارة العدل، الرياض، السعودية، العدد 65.
- الطالب، غسان(2014). صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، **المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية**، للفترة 6-7 آب، كلية الشريعة، قسم المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- طراد، إسماعيل (2005).**إدارة العملات الأجنبية**، ط 2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الطويل، شكري علي (1988). **القمار وأنواعة في ضوء الشريعة الإسلامية**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية،عمان، الأردن.
- طنطاوي، محمد سـيد(1997). المعاملات في الإسـلام، **مجلة الازهر**، مجمع البحوث الإسلامية ، القاهرة ، مصر، الجزء 11.
- بو عافية، سمير، وقريد، مصـطفى(2009). التعامل بالمشـتقات كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، **المؤتمر العلمي الدولي بعنوان الأزمة المالية والإقتصـــادية الدولية والحوكمة العالمية**، للفترة 20-21 اكتوبر، الجزائر.
- بني عامر، زاهرة علي(2008).**التصـــكيك ودورة في تطوير ســـوق مالية إســـلامية**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الإقتصاد والمصارف، تخصص الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.
- العاني، قتيبة (2007).صكوك المضاربة الإسلامية التخريج الفقهي والتصوير الفني، مؤتمر أســـواق الأوراق المالية والبورصـــات ، **المؤتمر العلمي الســـنوي الخامس عشـــر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات للفترة**، 6-8 اذار، جامعة الامارات العربية المتحده، دبي، الامارات.



- العبادلة، سعيد سفيان(2013).**دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الإقتصادية**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- العبادي، هاشـم فوزي (2008).**الهندسـة المالية**، ط1، مؤسـسـة الوراق للنشـر والتوزيع، عمان، الأردن.
- عباس، احمد وكريم عمار،(2017) **التلاعب بأسـعار الأوراق المالية**، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، العدد الرابع.
- عبدالحكيم، هشام طلعت (2010). تقييم الأ سهم با ستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، **مجلة الإدارة والإقتصـاد**، جامعة المسـتنصـرية، بغداد، العراق، العدد 81.
- عبد الحق، العيفة، وبني عامر، زاهرة(2014). دور الصـكوك الإسـلامية في تمويل مشـاريع البنى التحتية"دراسـة حالة مشـروع توسـيع المطار 8 ماي 1945 الدولي بسـطيف، **المؤتمر الدولي بعنوان منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسـة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية**، للفترة 5-6 ماي، الجزائر.
- عبد الجواد، جابر محمد(2007). تفعيل تكامل البورصـات العربية لتدعيم التكامل العربي، **المؤتمر العلمي السـنوي ا لخامس عشـر حول:أسـواق الأوراق ا لمالية والبورصـات**، للفترة 6-8 اذار، كلية الشـريعة والقانون ،جامعة الامارات العربية المتحده، دبي، الامارات.
- عبدالسميع، ابراهيم حسني(2008).**إستثمار الأموال في الشريعة الإسلامية**، ط 1، مكتبة نانسي ، دمياط ، مصر.
- عبد العال، علي عبد الرحمن(1980). **القراض في الفقه الاسـلامي**، د ط، دار الهدى، القاهرة، مصر.



- عبد العزيز، سمير محمد(1997). **التمويل واصـــلاح خلل الهياكل المالية**، د ط، دار مكتبة الاشعاع، القاهرة، مصر.
- عبالله، خالد أمين، اسماعيل الطراد (2006). **إدارة العمليات المصـــرفية المحلية الدولية**، ط1، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن.
- عبدالله، سـيد حسـن (2007).الأسـواق المالية والبورصـات من المنظور الشـرعي والقانوني، **المؤتمر العلمي الســنوي الخامس عشــر حول: أســواق الأوراق المالية والبورصات** للفترة 6-8 اذار ،جامعة الامارات العربية المتحده ، دبي، الامارات.
- عبدالمتعال، زكي، **الإقتصاد السياسي**(1933). د ط، مطبعة العلوم، مصر.
- عبده، عيسى (1977). **العقود الشرعية الحاكمة للمعاملات المالية المعا صرة**، ط 1، دار الاعتصام، القاهرة، مصر.
- عبدلي، سارة (2012). **أ ساليب قياس حافظة الأوراق المالية"درا سة حالة بور صة دار البضـاء للقيم المنقولة"**،رسـالة ماجسـتير غير منشـورة، كلية العلوم الإقتصـادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.
- عبيد، سامي، وجعاز،عدنان(2015). الدور التمويلي للمصارف الإسلامية "التمويل بالصـكوك"، **مجلة العلوم الإقتصـادية**، جامعة البصـرة، العراق، المجلد العاشـر، العدد 38.
- عثمان، عبد القوي ردمان (2009).الصــكوك الإســلامية وإدارة الســيولة، **المؤتمر الرابع للمـصارف والمؤ سـسات المالية الإ سلامية،المنعقد خلال شهر يونيو**، دمـشق، سورية.
- العثيمين، محمد (1999). **الفتاوى الشـرعية في المسـائل العصـرية من فتاوى علماء البلد الحرام**، تحقيق، خالد عبد الرحمن الجريســي، ط 1، بدون دار نشــر، ، الرياض، المملكة العربية السعودية.



- عدنان العســـاف (2005). **النجش وتطبيقاتة المعاصـــرة (دراســـة مقارنة في الفقة الإســـلامي والقانون الأردني)**، دراســات علوم الشــريعة والقانون، كلية الشــريعة، الجامعة الأردنية، الأردن، المجلد 32، العدد 2 .
- عربيات، وائل، والعون، أحمد(2011). الضــوابط الشــرعية للتجارة الإلكترونية في العملات الدولية، **المجلة الأردنية في الدراســـات الإســـلامية**، عمان، الأردن، المجلد السابع، العدد "1/ ب".
- العربيد، عصـــام فهد(2008).**الاســـتثمار في بورصـــة الأوراق المالية بين النظري والتطبيق**،ط 2، دار الرضا للنشر، دمشق، سورية.
- عرفة ، ســـيد ســـالم (2009).**إدارة المخاطر الاســـتثمارية**، ط1، دار الراية للنشـــر والتوزيع ،عمان، الأردن.
- العسقلاني، أبو الفضل أحمد بن عالي بن حجر،(1989)، **فتح الباري شرح صحيح البخاري**، تحقيق عبد العزيز بن باز ومحمد فؤاد عبد الباقي ، ط1، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان.
- عطية، محمد عبد الحميد (2011).**الاستثمار في البورصة**، ط 1، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع والطباعة، الاسكندرية، مصر.
- عطية، حليمة (2015). **دور السوق المالية في تمويل الإستثمارات'دراسة حالة بورصة عمان للفترة 2008-2013**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر.
- ابو العلا، ابراهيم(1960). **بورصات الأوراق المالية والقطن**، ط 1، القاهرة، مصر.
- العلاونة , رانية (2010)، **مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق العالمية**، أطروحة دكتوراة غير منشـورة ، في تخصـص المصـارف الإسـلامية، جامعة اليرموك، عمان ،الأردن.
- علي، بن ثابت، وما يا، فتني (2013). التجربة الســـودانية والأردنية في التمويل بالصـــكوك الإســـلامية والدروس المســـتفادة: الجزائر نموذجاً، **الملتقى الدولي الثاني**



للصناعة المالية الإسلامية بعنوان آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، للفترة 8-9 ديسمبر، الجزائر.

- على، جاد الحق(1989). **الفتاوى الإسلامية في القضايا الإقتصادية**، كتاب الاهرام، عدد 14.
- علي، نادية أمين(2005)، صكوك الا ستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها، **المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤ سسات المالية الإ سلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل** ، للفترة 15-17 مايو، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، دبي، الامارات.
- علي، حيدر(1991). **درر الحكام شرح مجلة الأحكام**، تحقيق فهمي الحسيني، ط 1، دار الكتب العلمية، بيروت لبنان.
- علي، ميسون(2013). الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية، **مجلة جامعة بابل**، كلية العلوم الإنسانية، العراق، المجلد 21، العدد 1.
- أبو عليو ، أحمد عبد العليم (2012). تداول الأسهم والصكوك وضوابطة الشرعية ، **مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، الدورة 20**، للفترة 13-18ايلول، وهران، الجزائر .
- بن عمارة، نوال (2011).الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مراح ورقلة، الجزائر العدد 9.
- عمر، دينا أحمد (2009).أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الإقتصادي، **مجلة تنمية الرافدين**،الموصل،العراق،المجلد 31، العدد 96.
- عمر،عبد الحليم(2006).سوق المال في مصر ومدى الاستفادة من السوق المالية الإ سلامية، **ورقة عمل مقدمة لندوة السوق المالية الإ سلامية :الواقع والمأمول**، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي،القاهرة، مصر.



- العمراني، عبد الله بن محمد (2007).السندات من منظور شرعي، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات، للفترة** 6-8 اذار، جامعة الامارات العربية المتحده، دبي، الامارات.
- العمراني،عبدالله بن محمد(2010).**المنفعة في القرض**، ط 2، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- العوضي، رفعت السيد (2010). **الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر والإقتصاد الإسلامي**، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، للفترة 25-29 ايلول، مكة الكرمة، المملكة العربية السعودية
- العياشي، فداد(2007). أسواق الأوراق المالية والبورصات: العقود الآجلة ، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات** ، للفترة 6-**8-اذار**، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات.
- ابن فارس، أبو الحسين أحمد بن فارس بن زكريا (2001)، **معجم مقاييس اللغة**، ط1، تحقيق محمد مرعب و فاطمة أصلان ، دار إحياء التراث العربي للنشر والتوزيع ، بيروت، لبنان.
- الفالوجي،محمد يوسف عنتر(2007). **اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف"دراسة تطبيقة 2004-2005"**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، قسم المحاسبة، جامعة غزة الإسلامية، فلسطين.
- فريز، زياد (2013).الكلمة الافتتاحية لمحافظ البنك المركزي والذي نظمته الاكاديمية العربية بتاريخ 21/ 3/ 2013، **مجلة الدراسات المالية والمصرفية**، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، عمان، الأردن، المجلد 21، العدد الأول، العدد الخاص رقم 80.
- فضل الله، بشير عمر محمد(2006).**التحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإ سلامية**، تجربة البنك الإ سلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإ سلامية، بحث



مقدم لمجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإســـلامي، يوم 11- ابريل، جدة، السعودية.

- فياض، صـــلاح، والعبابنة، علي(2013). الصـــكوك وأثرها على الواقع التطبيقي للعمل المصـــرفي الإســـلامي في الأردن من وجهة نظر مصـــرفية، **مؤتمر الصـــكوك الإســـلامية وأدوات التمويل الإســـلامي**، للفترة 12-13 تشـــرين الثاني، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.
- فياض،عطية (1998).**ســـوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإســـلامي**، ط 1، دار النشر للجامعات،القاهرة، مصر.
- فيصل، بلحسن(2008).مخاطر المشتقات المالية، الملتقى الدولي بعنوان: ا ستراتيجية إدارة المخاطر في المؤ سـ سات أفاق وتحديات، للفترة 25-26/ تـ شرين الثاني، جامعة حسيبة بن بو علي الشلف، الجزائر.
- فيغو، عبد الســـلام (2007).البورصـــة والأســـهم دراســـة قانونية ، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عـشر، مؤتمر أ سواق الأوراق المالية والبور صات**،للفترة 6-8 اذار، كلية الشريعة والقانون / جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات.
- الفيومي، أحمد بن محمد بن علي القري (1987).**المصباح المنير**، د ط، دار نشر مكتبة لبنان، بيروت، لبنان.
- قانون الشـــركات الأردني (1997) رقم 22، وتعديلاتة لغاية القانون رقم (57) لسنة 2006.
- قانون صـــكوك التمويل الإســـلامي (2012). رقم القانون (30)،المنشـــور بالجريده الرسمية رقم 5179، تاريخ 19/ 9/ 2012، عمان، الأردن.
- قبلان،حـسين (2011). مؤ شرات أ سواق الأوراق المالية "درا سة حالة مؤ شر سوق دمشـق للأوراق المالية"، **مجلة العلوم الإقتصـادية وعلوم التيسـير**، جامعة سـطيف 1، الجزائر، العدد 11.



- ابن قدامه، موفق الدين أبي محمد عبدالله (1988).**الكافي في فقه إبن حنبل**، ط 5، دار المكتب الإسلامي، تحقيق زهير الشاويش، الجزء 2، بيروت، لبنان.
- ابن قدا مه، موفق ا لدين أبي محمد عبدالله(1997). **المغنى**، تحقيق عبدالله التركي وعبد الفتاح الحلو، ط 3، دار عالم الكتب للطباعة والنشـــر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- ابن قدامة، موفق الدين أبي محمد عبدالله (1995).**الشـــرح الكبير**، تحقيق عبدالله التركي، ط 1، دار هجر للطباعة والتوزيع والنشر والاعلان، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- ابن قدامة، موفق الدين أبي محمد عبدالله (1988).**الكافي في فقه إبن حنبل**، ط 5، دار المكتب الإسلامي، تحقيق زهير الشاويش، الجزء 2، بيروت، لبنان.
- القري، محمد علي(1993).نحو سـوق مالية إسـلامية، **مجلة الدراسـات الإقتصـادية الإسلامية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية ،المجلد الأول، العدد الأول.
- القري، محمد بن علي (1995). **الأســـواق المالية**، ط 1، دار حافظ للنشـــر، جدة، السعودية.
- القرة داغي، علي محي الدين (2002). **بحوث في فقه البنوك الإسلامية –دراسة فقهية واقتصادية**، ط 1، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان.
- القرني، عبد الحفيظ فرعلي (1987).**آداب السوق في الإ سلام**، ط 1، دار الصحوة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- قرياقص، رسمية (1999).**أســـواق المال**، د ط، الدار الجامعية للنشـــر والتوزيع والطباعة, الاسكندرية، مصر.
- أبو قحف، عبد الســلام، و الحنفي، عبد الغفار(2000). **إدارة البنوك وتطبيقاتها**، ط 1، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، مصر.



- القطابري، محمد ضيف الله (1998). **دراسة إمكانية إنشاء سوق للأوراق المالية في الجمهورية اليمنية"المبررات والمعوقات"،** رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإقتصاد والعلوم الادارية، قسم الإقتصاد، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.
- القصـــار، عبد العزيز خليفة (2003). الاختيارات في أســـواق الأوراق المالية، **مجلة الدراســات والشــريعة الإســلامية**، مجلس النشــر العلمي، جامعة الكويت، الكويت، العدد 53.
- القصار، أحمد تيسير(2014).**تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية السورية،** رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق سوريا .
- قطان، عبد الستار علي(2001).صكوك التمويل الإسلامية ضوابط شرعية وقضايا تطبيقية، **مجلة النور**، بيت التمويل الكويتي، الكويت ، العدد 196.
- قطيط، خيري موســـى(2013).**العوامل الإقتصـــادية المؤثرة على حجم التداول في بورصة فلسطين للأوراق المالية(دراسة تطبيقية)**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة, الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- كاظم، مراد(1967). **البورصة وافضل الطرق في الإستثمارات المالية**، ط 2، المطبعة التجارية، بيروت، لبنان.
- كامل، صالح عبدالله (2002).دور المصارف الإ سلامية الإ سلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، **مجلة إتحاد المصارف العربية** ، العدد 263.
- كتاف، شـــافية، وملكية، علقمة (2009). التمويل المهيكل وأدواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنه، **المؤتمر العلمي الدولي بعنوان الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية**، للفترة 20-21 اكتوبر، الجزائر.
- الكفوي، أبو البقاء (1998)، **الكليات** 245.
- اللاحم، أسامة بن حمود(2012). **بيع الديون وتطبيقاته المعاصرة في الفقه الإسلامي**، ط 1، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية.



- لعمارة، جمال، وحدة، رايس(2006). تحديات السوق المالي الإسلامي، **المؤتمر الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية،** للفترة 21-22 نوفمبر، جامعة محمد خضير بسكرة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، بسكرة، الجزائر.
- أبو ليل، محمود أحمد (2007). سندات التنمية من منظور شرعي، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات،** للفترة 6-8 اذار، جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات.
- المانع، محمد بن عبداللطيف (2007). محفزات قيام السوق المالية الإسلامية، **المؤتمر الثاني للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية،** المنعقد بتاريخ 7/ 3/ 2007، دمشق، سورية.
- المبسوط، لشمس الدين محمد بن أبي سهل السرخسي(2000)**المبسوط** ، ط 1، دار المعرفة، بيروت، لبنان.
- متولي، عبد القادر السيد(2010).**الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير،** ط1، دار الفكر، عمان، الأردن.
- محمد، سامي يوسف (2010). **الصكوك الإسلامية الأزمة- المخرج،** ط 1، دار الفكر العربي للطباعة والنشر، القاهرة، مصر.
- محمد، صالح محمد(2001). **إدارة الأ سواق المالية والبور صات،** د ط ، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر.
- محمد، سامي يوسف كمال (2012).**الصكوك المالية الإسلامية بديلاً عن قروض المؤسسات الدولية البنك الدولي وصندوق النقد الدولي بالتطبيق على جمهورية مصر العربية** ، ط 1، دار البشير للطباعة والنشر، القاهرة، مصر.
- محمد، نزهان (2010). أ سواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الازمة المالية الراهنة، **مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية،** جامعة دمشق، سورية، المجلد 26، العدد 2.



- محمد، يوسف كمال (1998). **فقه اقتصاد السوق**"النشاط الخاص"، ط 3، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر.
- محمود، سحنون، وسميرة، محسن (2009). مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، **المؤتمر العلمي الدولي بعنوان الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية**، للفترة 20-21 اكتوبر، الجزائر.
- محمود شلتوت،**الفتاوى**،(2004). ط 18، دار الشروق، القاهرة ، مصر ، ص 308.
- محمود، موسى (2010). صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، **المؤتمر الدولي للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية**، للفترة 15-16 جوان، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا.
- محي الدين، أحمد (1984).**عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية**، رسالة ماجستير منشورة عام 1986، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، تخصص الإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، السعودية.
- محي الدين،حسن أحمد(1986)،**عمل شركات الاستثمار في السوق العالمية**، ط1، دار السعودية للنشر،جدة، السعودية.
- محي الدين، أحمد (2007).حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية، **أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية**،المنامة، البحرين.
- محي الدين، احمد(1995). **أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي**، سلسلة كامل صالح للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإسلامي.
- المحيسن، أسامة نائل (2008).**الوجيز في الشركات التجارية والافلاس**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن..
- مجمع اللغة العربية (2004)، **المعجم الو سيط** ، مجموعة من الا ساتذه با شراف مجمع اللغة العربية ،ط 4، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة، مصر .



- مدني، سالم بن حمزة (2007).الأحكام الفقهية المترتبة على تحريم السندات، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات ، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات،** للفترة 6-8 اذار، جامعة الامارات العربية المتحده ،دبي، الامارات.
- مداني، احمد، **أنظمة الرقابية المالية العربية واعادة هيكلتها،** 2017، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 17، السداسي الثاني.
- مرعي، عبد الرحمن(2013). دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، **مجلة جامعة دمشق للعلوم المالية والإقتصادية،** دمشق، سورية، المجلد 29، العدد 30.
- المزيني ،خالد بن عبد الله (2009). قاعدة التطهير المالي في مجال الأسهم ، **مؤتمر التخلص والتطهير في الأسهم والوحدات الاستثمارية** ، المنعقد بتاريخ 9/ 6/ 2009، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- المسعود، ربيع، وعدنان، بن الضيف (2011). أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأ سواق المالية الإ سلامية، **المؤتمر الدولي الأول لمعهد العلوم الإقتصادية والتجارية، الإقتصاد الإ سلامي الواقع ورهونات الم ستقبل، محور الأ سواق المالية،** للفتره 23-24-2، جامعة غرداية، الجزائر.
- المسعودي، أحمد أسعد (2009). **متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا،** إطروحة دكتوراة غير منشورة، كلية الاعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن.
- المصري، رفيق يونس(2007).المضاربة على الأ سعار بين المؤيدين والمعارضين، **مجلة جامعة الملك عبد العزيز،** كلية الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز،جدة، السعودية , العدد 1.
- المصري، رفيق يونس(2009).**بيع العربون وبعض المسائل المستحدثة فيه،** ط 2، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سورية.



- مصطفى، قرشي(2012).المبادئ الارشادية لإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، **المؤتمر الرابع مللتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية بعنوان التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية**، للفتره 5-6 ابريل، الخرطوم، السودان.
- مطر، محمد، وتيم، فايز(2005).**إدارة المحافظ الاستثمارية**، ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- مطر، محمد (1999).**إدارة الإستثمارات**، ط 2، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن.
- مطر، محمد (2006). **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني**، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- منصور، عبد الحميد(1997).الأسواق الإقتصادية بين الماضي والحاضر، **مجلة منار الإسلام** ، أبو ظبي، الامارات، العدد الخامس.
- المطلق، عبدالله بن محمد(2010). الصكوك، **ندوه بعنوان"الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"** المنعقد خلال 24-25 مايو بالتعاون مع مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية.
- **المعايير الشرعية** ،هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2015). د ط، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية.
- مجمع اللغة العربية ، 1989، المعجم الوجيز ، المجلد رقم 1.
- المقدادي، عادل علي (2007).الأحكام القانونية التي تنظم صدور السندات، **المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات**، 6-8اذار، جامعة الامارات العربية المتحده ، دبي، الامارات.
- ابن منظور، أبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم، **لسان العرب**، د ط،(د ت)، دار صادر ، بيروت، لبنان.



- المومني، غازي فلاح(2003).**إدارة المحافظ الاســتثمارية الحديثة**، ط 2، دار المناهج للنشر والتوزيع،عمان، الأردن.
- مهداوي، هند (2008).**الاســتثمار في البورصــة رؤية من منظور إســلامي**، رســالة ماجستير غير منشـورة، كلية العلوم الإقتصـادية، تخصـص نقود مالية وبنوك، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر.
- المهدي، نزيه محمد(2007).الأوراق المالية المتداولة في الأ سواق والبور صات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، **مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات** ، للفترة 6-8 اذار ،جامعة الامارات العربية المتحده ، دبي، الامارات.
- المهنا، خالد بن عبد الرحمن(2013).**المشـتقات المالية "دراسـة فقهية"**أطروحة دكتوراة، قسم الفقة، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- مهيـدات، محمود فهـد (2010).**عقود الخيـارات المـاليـة المعـاصــرة بين المجيزين والمانعين**،بحث منشـــور على موقع دائرة الإفتاء العام ، http://www.aliftaa.jo، عمان، الأردن، ص 12.
- الموسوي، حيدر يونس(2009). **أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية "درا سة تطبيقية على(الأردن، ا لسعودية) من 1990-2007"**، أطروحة دكتوراة غير منشـــورة، كلية الإدارة والإقتصـــاد، جامعة الكوفة ، النجف، العراق.
- الميداني، محمد أيمن عزت (1999).**الإدارة التمويلية في الشـــر كات**، ط 3، دار العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- ميرة، حامد بن حسن(2010). صكوك الحقوق المعنوية، **ندوة الصكوك الإ سلامية: عرض وتقويم**، للفترة 24-26 أيار، بالتعاون مع مجمع الفقهي الإســلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإســلامي والمعهد الإســلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك



الإ سلامي للتنمية والمجلس العام للبنوك والمؤ سسات المالية الإ سلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية.

- الميمان، ناصــر بن عبدالله (2009).التعريف بالمؤشــرات الضــابطة للمســاهمة في الشركات، **مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول،** للفترة 31 مايو – 3 يونيو، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الامارات.
- نادر، نهاد(2008). مقومات نجاح المصارف الإ سلامية في سورية"درا سة مقارنة بين المصارف الإ سلامية والمصارف التقليدية"، **مجلة جامعة تشرين للبحوث والدرا سات العلمية،** جامعة تشرين، اللاذقية، سورية، المجلد 30، العدد 3.
- نا صر، سليمان، وبن زيد، ربيعة (2013). الصكوك الا سلامية الواقع والتحديات، **مجلة الدراســات المالية والمصــرفية،** الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصــرفية، مركز البحوث المالية والمصــرفية، عمان، الأردن، ، المجلد 21، العدد الأول ، العدد الخاص رقم 80.
- ناصر، سليمان، وبن زيد، ربيعة (2014). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الإقتصــادية ومدى إمكانية الاســتفادة منها في الجزائر،بحث مقدم إلى **المؤتمر الدولي : منتجات وتطبيقات الابتكار والهندســة المالية بين الصــناعة المالية التقليدية والصــناعة المالية الإسلامية،** للفترة 5-6 مايو ،جامعة سطيف 1، الجزائر.
- النبهاني، تقي الدين(2004). **النظام الإقتصـــادي في الاســـلام،** ط 6، دار الا مة للطباعة والنشر، بيروت، لبنان.
- النجار، حنان (2005)، آليات بناء مؤ شرات سوق الأ سهم الإ سلامي ومتطلباته في أسـواق المال العالمية ، **المؤتمر العلمي السـنوي الرابع عشـر حول: المؤســسـات المالية الإســـلامية معالم الواقع وآفاق المســـتقبل ،** للفترة 15-17 مايو ، كلية الشـــريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، دبي، الامارات.



- النجار،أحمد حسن(2012).الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، **مؤتمر الجمعية المصرية للتمويل الإسلامية، بعنوان التمويل الإسلامي وآفاق التنمية في مصر،** المنعقد خلال شهر أيلول/ سبتمبر، القاهرة، مصر.
- نجم، أنور عدنان (2006). **مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية إستخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قرارتهم الاستثمارية**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غرة، فلسطين.
- النشار، محمد عبد الفتاح(2006).**التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية"رؤوية شرعية في ضوء الفقة الإسلامي**، د ط، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية،مصر.
- أبو النصر، عصام (2006) .**أسواق الأوراق المالية(البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي**، ط 1، دار النشر للجامعات، القاهرة ، مصر.
- النعيمي،عدنان وآخرون(2007).**الإدارة المالية النظرية والتطبيق**،ط 1، دار المسيرة، عمان, الأردن.
- نور الدين، كروش(2014).سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، **مجلة الأكاديمية للدراسات الأجتماعية والانسانية**، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية،جانفي، الجزائر،العدد 11.
- نور، عبد النا صر وآخرون، **أثر الافصاح المالي وغير المالي على آداء البنوك التجارية الأردنية والمدرجة في بورصة عمان**،2019، مجلة البلقاء للبحوث والدراسات، مجلة علمية محكمة، الأردن، المجلد 22، العدد 1.
- نوري، شقيري(2015)، **إدارة المشتقات المالية"الهندسة المالية"**، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
- النووي، ابن زكريا محي الدين، **المجموع شرح المهذب**، د ط، د ت، دار مكتبة دار الارشاد, جدة، المملكة العربية السعودية.
- النووي، يحيى بن شرف ابي زكريا(1994). **صحيح مسلم بشرح النووي**، ط 2، دار قرطبة للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية.



- الهاجري، حمد محمد(2008).حكم الاكتتاب والمتاجرة في أسهم الشركات المساهمة التي تمارس أعمالاً وأنشطة مختلطة، **مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية** ، كلية العلوم الشـــرعية والقانونية، جامعة الشـــارقة للعلوم الشـــرعية والقانونية، الامارات، العدد 2، المجلد 5.
- هارون، محمد صبري (2009).**أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات**، ط2، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- بني هاني،حســين (2002).**الأســواق المالية** طبيعتها وادواتها، ط1، دار الكندي ناشرون، عمان، الأردن .
- هوشيار، معروف (2009).الإستثمارات والأسواق المالية، ط 1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- هشام البساط، **الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف**، د ت، اتحاد المصارف العربية، بيروت ، لبنان.
- هند، مهداوي، وآخرون ، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية" دراسة تجارب لبعض البلدان الاسلامية والغربية"، **الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التيسير،بعنوان الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهونات المستقبل، محور الأسواق المالية الاسلامية**، للفترة 23-24 شباط، الجزائر.
- هندي، منير(1997).**إدارة الأســواق والمشــآت المالية**، د ط، دار منشــأة المعارف، الأسكندرية، مصر، ص 669.
- هندي، منير (2006).**أســاســيات الاســتثمار وتحليل الأوراق المالية**،ط 2،دار مشــأة المعارف للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر.
- هندي، منير(2006).**الأوراق المالية وأســواق المال**، د ط، دار منشـــأة المعارف، الاسكندرية، مصر.
- هيكل، عبد العزيز فهمي ،(1980). **موسوعة المصطلحات الإقتصادية والاحصائية** ، د ط، دار النهضة العربية ، بيروت ، لبنان.

- وليد، لعايب (2014).إشكالية إستخدام المشتقات المالية كأداه للتحوط من المخاطر في ظل الأزمات، **المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية**، للفترة 5-6 مايو، جامعة فرحات عباس، الجزائر.
- وليد أحمد صافي، سوق **الأوراق المالية و دورها في التنمية الإقتصادية – حالة تطبيقية سوق عمان المالي**، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1997،ص 132. وانظر عبد الرحمان تومي، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة، مجلة الدراسات الإقتصادية ، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية ، الجزائر العدد13،سبتمبر2009.
- ياسين، محمد يوسف(2004).**البورصة**،ط 1، دار منشورات الحلبي، بيروت، لبنان.

ثانيا: المراجع باللغة الانجليزية

- Arora, Maneesh, (2015), The Framework of Financial Derivative, **International Journal Of Scientific Research** Volume: 4, ISSN No 2277, Issue: 5.
- Bahabwa, Rushalika (2015). **An empirical Study ON the Relationship between Stock Market Development and Economic Growth in Namibia.** A thesis submitted in Fulfillment of the requirements for the Degree of Master of Business Administration. The University of Namibia.
- Dodd. Randall (2012). **What Are Money Markets? Financial Economist at the U.S.** Treasury department .Finance & Development.
- Elton E.J. Gruber M.J., Brown S.J, Goetzmann W.N (2006): **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**, 2nd ed., John Wiley & Sons, New York.
- Hossain, M. K., Hossain, A., & Sadi, R. (2013). An Examination of the Relationship between Stock Market and Economic Growth: A Study in Malaysia. **Journal of Transformative Entrepreneurship**, Vol. 1, Issue 2.

Hussein K.Fahmy and Abdil; Awwal; Sarker, (1996). "**Islamic Modes of Finance and Financial Instruments For Resource Mobilization (A survey study)**", paper presented at the seminar



on "Mechanism and Development of Islamic Financial Instruments ", August 11-13.

- Hernandes. Ralph (2009).**Brokerage&Securities Operations.Union Of Arabe Securities Authorities**.Damascus.December the 20th.2009.
- International Monetary found ,(2006). **International Capital Market Department**, Global Markets analysis, division, working paper.
- Joy Harwood et ALL, 1999. **Managing Risk in Farming, Economic Research Service**, The U.S. Department of Agriculture USDA.
- Krishna Reddy, Mingli Fu, (2014)" Does Shariah Compliant Stocks Perform Better than the Conventional Stocks? A Comparative Study of Stocks Listed on the Australian Stock Exchange" **Asian Journal of Finance and Accounting**, Vol. 6, No. 2.
- Lackmann. Bedi Gunter. (2015).Types of Sukuk (Islamic Bonds).and History of Japanese Company Issuance .**Nomura journal of Capital Markets Research**. Vol 6. No3.
- Madura, Jeff (2011), **Financial Markets and Institutions**, 10th edition, South, Western, Cengage Learning.

- Mankiw, Gregory,(2001), **Principles of Economics**, second edition, USA, TX Harcourt College Publishers.
- M. Gauthy.Sinéchal et M. Vandercammen,(2005). "**Etudes de marchés**", second edition, (Paris: BERTI).
- National treasury republic of South Africa (2008). **Treasury bill Information Memorandum of The Republic of South Africa**.
- Roger Miller, David Van Hoose (2001). (**Money, Banking and Financial Markets**) South Western, Publishing, Thomson Learning, United States of America.
- Rose, Peter S. & Marquis, Milton H., (2006), "**Money and Capital Markets**" McGraw-Hill Companies, Inc., New York.9th edition.
- Stulz, Rene´ M (2004). Should We Fear Derivatives, **Journal of Economic Perspectives**, Columbus University, Ohio Volume 18, Number 3.
- Wajhi Ahmad. Nurul.et. al. (2014). **Investment in Stock Market: A Review on Islamic Perspectives**. E-proceedings of the Conference on Management and Muamalah (CoMM 2014), 26-27 May 2014.



ثالثا : مواقع الشبكة العنكبوتية

- الموقع الإلكتروني للمنظمـة الدوليـة لهيئـات الأوراق الماليـة (IOSCO):

.http://www.iosco.org

- الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني :

.http://www.cbj.gov.jo

- الموقع الإلكتروني لبورصة عمان:

.www.ase.com

- الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني :

.www.cbj.gov.jo

- الموقع الإلكتروني لجمعية البنوك الأردنية :

.http://www.abj.org.jo

- الموقع الإلكتروني لمركز ايداع الأوراق المالية الأردني :

.http://www.sdc.com.jo

- الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية :

http://www.egx.com.eg/arabic/history.aspx

- الموقع الإلكتروني لبورصة بيروت :

.http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx

- الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء :

http://www.casablanca-bourse.com/ar/index.aspx

- الموقع الإلكتروني لبورصة تونس :

. http://www.bvmt.com.tn/ar

- الموقع الرسمي لبورصة السعودية :

.http://www.tadawul.com.sa

- الموقع الإلكتروني للمجمع الفقهي الإسلامي :

http://www.iifa-aifi.org

- الموقع الإلكتروني للبنك الاسلامي الأردني للتموىل والاستثمار :

http://www.jordanislamicbank.com

- الموقع الإلكتروني لمركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية :

.http://www.kantakji.com

- الموقع الإلكتروني لدائرة الإفتاء العام – المملكة الأردنية الهاشمية :

.http://www.aliftaa.jo

- الموقع الإلكتروني للموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي :

http://www.isegs.com

الموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط :

http://www.arab-api.org

- الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأمريكية :

http://www.sec.gov

- الموقع الإلكتروني لمركز معلومات سوق رأس المال :

http://www.cmic.sec.gov.lk

- الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الماليزية :

http://www.sc.com.my

- الموقع الإلكتروني لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية :

http://www.aaoifi.com

- الموقع الإلكتروني للبنك الدولي :

http://www.worldbank.org

- الموقع الإلكتروني لمؤشرات داو جونز (Dow Jones Indexes) :

https://www.djindexes.com

- الموقع الإلكتروني لبورصة استراليا :

http://www.asx.com.au